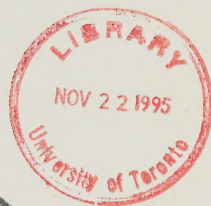


Digitized by the Internet Archive
in 2022 with funding from
University of Toronto

<https://archive.org/details/31761115544157>

MONETARY POLICY REPORT

— May 1995 —



This year is the sixtieth anniversary of the Bank of Canada, which commenced operations on 11 March 1935. To mark the occasion, our cover features Canada's first silver dollar, struck in 1935 and featuring the evocative design of sculptor Emanuel Hahn.

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

893-49-90-514
CN ISSN 1201-8783

Printed in Canada on recycled paper

AWV 72

Contents

1. Introduction	3
2. Inflation-Control Targets	3
3. Recent Developments in Inflation	4
Inflation and the target band	5
Factors at work on inflation	7
4. Achieving the Inflation-Control Targets	13
5. The Outlook for Inflation	17
Aggregate demand and supply	17
Exchange rate effects	18
Measures of inflation expectations	18
Other indicators	18
6. Conclusions	20
References	20
Appendix: The Benefits of Price Stability	21

I. INTRODUCTION

This is the first in a series of semi-annual reports by the Bank of Canada on Canadian monetary policy.

The report reflects the framework used by the Bank in its conduct of policy. This framework includes: (i) a clear policy objective, (ii) a medium-term perspective (given the long lags for the full impact of monetary policy actions on the economy) and (iii) a recognition that monetary policy works through both interest rates and the exchange rate.

The ultimate objective of Canadian monetary policy is to promote good overall economic performance. Monetary policy can contribute to this goal by preserving confidence in the value of money through price stability. In other words, price stability is a means to an end, not an end in itself. The benefits of stable prices – or the costs that inflation imposes on Canadians – are discussed in detail in an appendix to this report.

Since 1991, the Bank has been committed to specific inflation-control targets along a path to price stability, and this commitment has begun to bear fruit.

The decline of underlying inflation to rates between 1 1/2 and 2 per cent during the last three years has been a key factor behind Canada's improved economic performance. The task ahead for monetary policy is to encourage sustained expansion at levels of activity that do not exceed the capacity of the economy to produce goods and services.

This means that as the remaining slack in the economy is absorbed, the Bank must ensure that monetary conditions (i.e., the combined influence of interest rates and the exchange rate on aggregate demand) are sufficiently tight to guard against a re-emergence of inflationary pressures. If spending levels were allowed to expand beyond the economy's production capabilities, inflationary pressures would mount, and the prospects for steady and sustained expansion would be cut short.

2. INFLATION-CONTROL TARGETS

In February 1991 the government and the Bank of Canada set out a path for inflation reduction. The goal was to gradually reduce inflation (as measured by the consumer price index or CPI) to the midpoint of a band of 1 to 3 per cent by the end of 1995. In December 1993, the government and the Bank agreed to extend the targets to the end of 1998 with the objective of continuing to hold inflation inside the band of 1 to 3 per cent, with a midpoint of 2 per cent. It was also agreed that a decision will be made by 1998 on a target range for the CPI that would be consistent with price stability.

Reports on monetary policy will appear every six months, in May and November.

The goal of monetary policy is to promote good economic performance through price stability.

The Bank is committed to achieving specific inflation-control targets.

The inflation-control target for year-end 1995 is 1% to 3%.

This report includes information received to 21 April 1995.

The targets make Bank actions clearer and the institution more accountable.

The targets relate to CPI inflation...

...but the Bank concentrates on the core CPI.

Judgments about what policy actions are needed to achieve the targets require regular reconsideration.

The inflation-control targets provide information on the specific objectives to which the monetary policy actions of the Bank of Canada will be directed over the medium term. This information should make the Bank's actions more readily understandable to the general public and to financial market participants. As well, the targets provide a better basis for judging the performance of the Bank of Canada, thereby improving its accountability.

The consumer price index is the basis for the targets. As the principal measure of the prices of goods and services purchased by consumers, it is the most relevant estimate of inflation for most Canadians. The CPI also has a number of practical advantages: it is available monthly, it is of high quality, it is published without long delays, and it is, for all practical purposes, never revised.

Although the targets are specified in terms of the total CPI, the Bank of Canada uses as a core measure the CPI excluding food, energy and the effects of indirect taxes. This is because there is a good deal of movement in the overall CPI caused by short-lived fluctuations in the prices of food and energy as well as by changes in indirect taxes. However, over longer periods of time the two measures tend to move in a similar fashion. Hence, achieving the target inflation path for the core CPI should in most cases bring about a similar path for the total CPI. In the event of persistent differences in the trends of the two measures, the Bank would adjust its desired path for the core CPI so that the total CPI would come within the target band.

Monetary policy actions work slowly, with the effects spread over one to two years. In meeting its inflation-control targets, the Bank of Canada must therefore conduct policy with a medium-term view to the future.

3. RECENT DEVELOPMENTS IN INFLATION

While the decision to focus monetary policy on price stability is fundamental, and therefore long-term, judgments about what policy actions should be taken require regular reconsideration. These judgments include an assessment of the economic factors affecting inflation, especially the strength of aggregate demand relative to aggregate supply. However, two other points need to be stressed before these factors are examined.

First, in analysing aggregate measures of inflation it is important to distinguish between movements in the general level of prices and movements in relative prices. Inflation exists when generalized increases in the prices of goods and services persist over time. Price stability means just the opposite – over time there should be no persistent increase in the average price paid for goods and services.¹

1. This leaves aside the issue of measurement biases in an index of inflation. The CPI, for example, is susceptible to biases caused by the fixed composition of the CPI basket, the exclusion of new goods from the current basket, the changing quality of products and shifts in market shares between retail outlets with differing price strategies. However, estimates based on research at the Bank put the total bias of the CPI at something less than 0.5 per cent per year. See Allan Crawford, "Measurement biases in the Canadian CPI: A technical note," *Bank of Canada Review* (summer 1993).

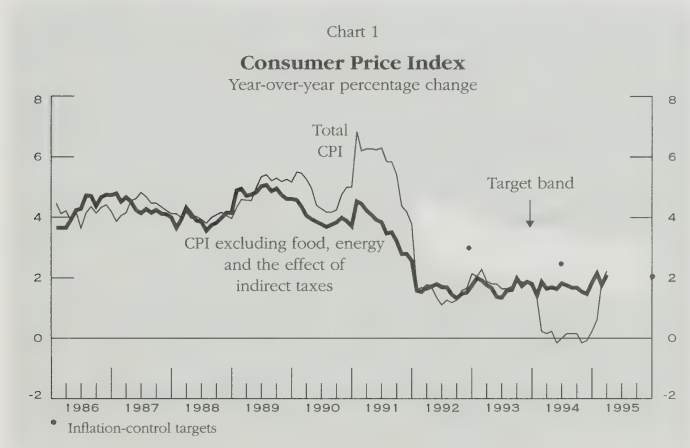
Thus, both inflation and price stability are identified in terms of what is happening to the general, or average, level of prices. This does not mean that prices of individual items will not change. In both situations – generalized inflation or price stability – some prices go up relative to other prices and some go down. It is these relative movements in individual prices that signal the need to move resources into or out of production.²

Second, given the numerous factors and the lags involved in the inflation process, it is important to analyse more than one indicator of price change. In addition to analysing movements of the CPI, attention should be given to aggregate measures of producer prices. Prices that Canadian consumers pay and prices that Canadian producers receive can differ because not all Canadian-produced goods are consumed in Canada, and many goods consumed in Canada are produced elsewhere. Exchange rate movements and changes in indirect taxes can also affect aggregate consumer and producer price measures differently.

Inflation and the target band

Inflation, as measured by the 12-month rate of increase in the core CPI, has been consistently in the lower part of the inflation-control band since early 1993. As of March 1995, core inflation was running at an annual rate of 2.1 per cent. The target band falls gradually from a range of 1 1/2 to 3 1/2 per cent in mid-1994 to 1 to 3 per cent at the end of 1995 (Chart 1).

Core inflation has been consistently within the Bank's inflation-control targets since early 1993



While core inflation was relatively steady over the past year or so, the total CPI jumped sharply in February 1995 to 1.8 per cent, from close to zero over the previous twelve months. The difference between core

2. One of the benefits of a stable price environment discussed in the appendix is that relative price movements become more clearly identifiable because they do not become confused with a general increase in prices.

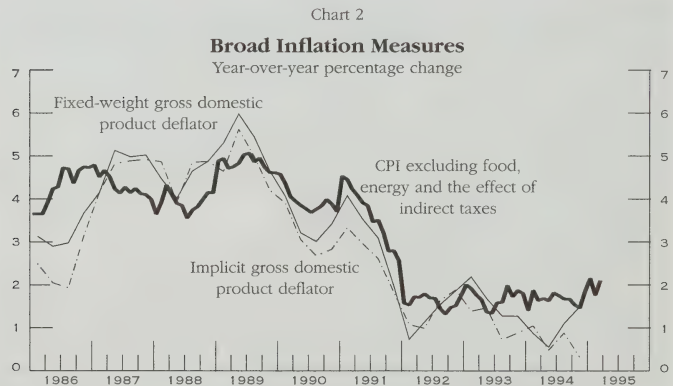
inflation and the total CPI in 1994 reflected the reduction of federal and provincial tobacco taxes early in the year. These tax cuts lowered the level of the total CPI by an estimated 1.3 per cent. The effect on the rate of inflation disappeared in February 1995. In addition, a partial reversal of these earlier cuts just prior to the February federal budget and higher gasoline taxes announced in the budget are estimated to have raised the level of the CPI by almost 0.2 per cent.

Because of the one-time nature of these indirect tax effects, the Bank has not had to react in terms of its monetary policy operations. If there had been evidence that these changes had affected underlying, or core, inflation, the Bank would have considered it necessary to respond.

For the balance of 1995, it appears that the year-over-year increase in the total CPI is likely to be somewhat higher than the core CPI because of higher food and energy prices. In March, the 12-month rate of increase in the total CPI was 2.2 per cent, compared with the core rate of inflation as noted above of 2.1 per cent.

The CPI is the most important measure of inflation, but other broad measures of inflation also indicate that inflation has remained low. The rate of increase of the gross domestic product (GDP) deflator averaged 0.3 per cent during 1994. The fixed-weight GDP deflator, which is another useful measure of underlying inflation, rose 1.5 per cent over the past year (Chart 2).

The Bank looks at other measures of inflation, in addition to the CPI.



Factors at work on inflation

The most important factors affecting inflation in the last year have been the excess capacity in product markets and slack in the labour market. As well, inflation expectations have diminished in response to the significant progress made towards price stability. At the same time, certain categories of price movements have had a significant effect on aggregate consumer and producer price measures. The two most important factors placing upward pressure on aggregate inflation measures have been commodity price increases and the effects on prices of the past depreciation of the Canadian dollar. There have also been declines in individual prices that have exerted downward pressure on aggregate measures of inflation. These have been most notable in the retail sector (as a result of heightened competition) and in computer prices.

i) Aggregate demand and supply

The Canadian economy was considerably more buoyant during 1994 than had been expected at the start of the year, expanding by 5.6 per cent. Exports, particularly of manufactured goods, led the expansion, which was more broadly based than in the previous year, as increased capacity utilization led to more investment and strong employment gains. As well, higher commodity prices brought the resource sector back to pre-recession levels of activity. The associated increase in full-time jobs led to strong growth in consumption in the second half of the year, but in recent months the effects of higher interest rates have become apparent in reduced sales of homes and motor vehicles.

With consumers spending less on big-ticket items, the pace of economic activity appears to have slowed in early 1995 compared with the second half of last year. However, indicators of exports, imports, investment, and manufacturing shipments and orders point to continued solid expansion. Based on the available information, and factoring in the impact of the rail strike, it appears that total output expanded by around 3 per cent in the first quarter.

Despite stronger activity during the past year, the Bank estimates that the Canadian economy still had excess capacity going into 1995, amounting to an output gap of about 2 1/2 per cent in the fourth quarter of 1994, down from 5 per cent a year earlier (Technical Box 1 and Chart 3).

Inflation expectations have declined in line with progress made towards price stability.

Exports led economic expansion in 1994.

...an expansion that was more buoyant than expected.

Excess capacity remains in the Canadian economy and is a source of downward pressure on inflation.

Technical Box 1

Estimation of Potential Output

The level of potential output is unobservable. Traditional estimates either (i) choose a base period in which the economy was believed to be operating at capacity and assume that the level of potential output grew at a constant rate from then on, or (ii) assume a constant rate for the non-accelerating-inflation rate of unemployment (NAIRU) and convert the associated labour market gap into a measure of output. These measures provide useful benchmarks, but Canada's economic history suggests that they tend to produce cumulative forecast errors of inflation.

The Bank's current approach to estimating potential output focusses on estimating the trends in the average product of labour and in the supply of labour, and combining them to generate trend output. The approach begins with a technique used to measure trends called the Hodrick-Prescott filter. This filter is applied to the data, but the estimates of the trends are also adjusted based on certain labour market relationships. For example, rising inflation is associated with excess demand in labour markets, so the statistical procedure weights the data on employment in a manner that increases the likelihood of having trend labour supply below actual employment during periods of rising inflation and above it during periods of declining inflation. Other elements of economic structure are incorporated into the filter process, including an equation for unemployment that estimates a NAIRU on structural variables, a long-run relationship between real wages and the level of productivity, and Okun's law relating unemployment to output.

The resulting estimates of potential output are affected at the margin by cycles in actual output. In effect, the approach attributes some variability in the economy to supply-side disturbances and some to the demand side, unlike more traditional methods. As a result, estimates of the gap between actual and potential output for the recent period tend to be somewhat smaller than those using more traditional approaches. This method also produces a smaller output gap because it incorporates a judgment that the NAIRU has risen somewhat since 1990, mainly because of a substantial rise in payroll taxation.

This estimate of the output gap, which incorporates a wide diversity of information, explains the path of inflation reasonably well. It is expected that the methodology will be refined as additional elements of economic structure are added to the filter process.

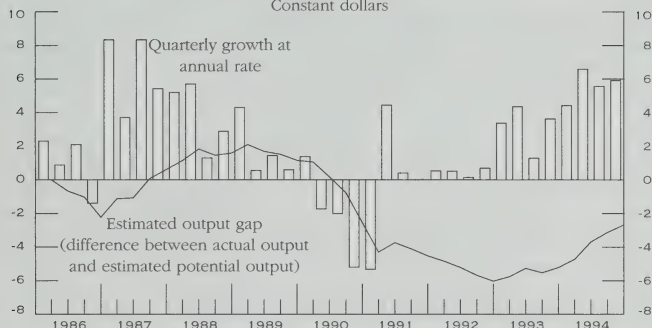
To project forward estimates of potential output, Bank staff develop a projection of trend labour supply based on an analysis of population growth, labour force participation and structural effects on the NAIRU. Trend total factor productivity is projected, taking account of likely cyclical effects and an assumed gradual convergence of productivity levels between Canada and the United States. The capital stock is a function of projected investment.

The Bank's approach incorporates more information than other methods. Still, the uncertainty associated with these measures is large – at least plus or minus 2 percentage points – implying that considerable care must be taken in interpreting them for policy purposes.

Chart 3

Gross Domestic Product

Constant dollars



ii) Exchange rate and commodity prices

The effect of the depreciation of the Canadian dollar on prices is potentially large. With the import content of the CPI estimated at about 20 per cent, the decline in the Canadian dollar over the past three years has had a significant impact. This effect may have contributed as much as 1 percentage point to the rise in the CPI during the past year.

The clearest example of the exchange rate effect can be seen in motor vehicles. However, it appears that prices of a number of other imported, or import-competing, consumer goods have only partially reflected the effects of depreciation. In most of these cases, increased competition in the retail and manufacturing sectors has resulted in downward pressure on prices (Technical Box 2).

World commodity prices (quoted in U.S. dollars) have risen sharply in the past year. For Canadians, who are both major producers and users of raw materials, these price increases have been felt in a number of different ways.

The rise in commodity prices has been widespread across products (Chart 4). For Canadian producers the increases have been most pronounced in industrial materials. These prices, which had fallen to very low levels during 1991-92, rebounded sharply as the recovery in the world economy gathered momentum. Examples of large U.S. dollar price rises during 1994 include pulp (69 per cent), newsprint (19 per cent), and base metals like nickel (60 per cent), copper (67 per cent) and aluminum (70 per cent). The rise in the Canadian dollar prices received by Canadian commodity producers has been magnified by the depreciation of the Canadian dollar and has been reflected in the marked 9 per cent rise over the past year in the aggregate industrial product price index (Chart 5) as well as in the sharp rise in aggregate export prices.

A depreciating dollar and higher commodity prices have put upward pressure on aggregate inflation.

Technical Box 2

Exchange Rate Movements and Consumer Prices

Ultimately, the effect of exchange rate movements on the aggregate price level depends on the policy of the monetary authorities and on the inflation expectations of private agents. In the first instance, however, one can usually observe the direct effects of exchange rate changes on import prices in the various categories of the CPI.

A rough calculation of the likely first-round effects of an exchange rate depreciation on the CPI may be obtained by taking the import share of the total index, which is about 20 per cent, and multiplying that by the total amount of depreciation. The actual relationship takes place gradually over time, however, making it difficult to isolate exchange rate effects with any precision. To get some idea of whether the typical amount of pass-through is occurring, one can look at the behaviour of various components of the CPI that have a relatively high import content.

The table below lists the components that make up about 85 per cent of the import content of the CPI excluding food and energy. In each case, the estimated import share of the category is applied to the total amount of exchange rate depreciation during 1992-94 (approximately 20 per cent) to calculate a rough expectation of the total exchange rate pass-through effect. This is compared with the actual amounts by which the component price indexes have changed over the same period. There are of course many other factors at work in the inflation process, including changes in foreign prices, trade liberalization, technological change and demand/supply conditions, so a direct correspondence cannot be expected to emerge between the two series. Nevertheless, wide discrepancies might contain useful information.

Potential Exchange Rate Pass-Through Effects

Cumulative percentage change, 1992-94

	Import share	Calculated effect	Actual price change
Motor vehicles	80.7	16.2	15.9
Furniture	29.6	5.9	3.3
Clothing	38.3	7.7	2.0
Household appliances	82.7	16.6	0.6
Reading material	61.5	12.4	-2.4
Home entertainment equipment	82.7	16.6	-5.4

These data suggest that circumstances may have been working to offset exchange rate pass-through in some sectors of the economy. It is difficult to determine whether this represents a postponement of price increases, in which case some catch-up might occur in the future as circumstances evolve, or a more permanent offset.

Chart 4

Bank of Canada Commodity Price Index

1982-90 = 100

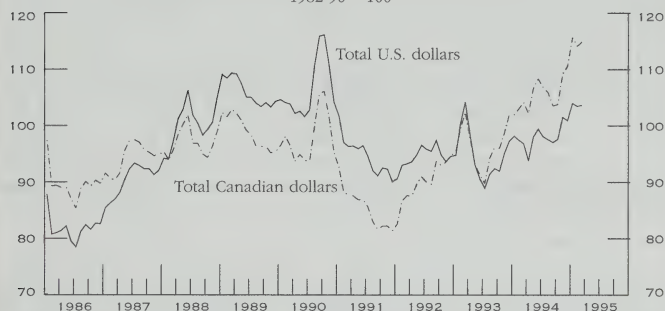
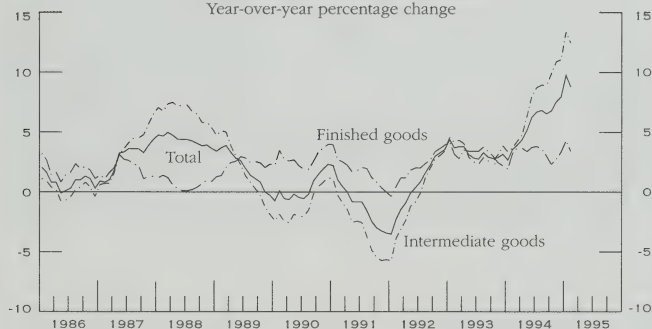


Chart 5

Industrial Product Price Index

Year-over-year percentage change



iii) Cost control and other factors

For domestic producers, these commodity price increases represent a significant rise in costs. However, economy-wide there have been major offsetting factors working to contain total costs and thus aggregate prices.

Wages, the largest component of total costs, have risen very moderately. Overall wage increases have fluctuated between 1 and 2 per cent during most of the past year. New wage settlements have been running just above 1 per cent in the private sector and zero to negative in the public sector.

Another important factor in overall cost control has been productivity gains. Since 1990 there has been considerable investment in new technology in Canada. This restructuring effort resulted from a combination of events, including a major deterioration in Canadian competitiveness

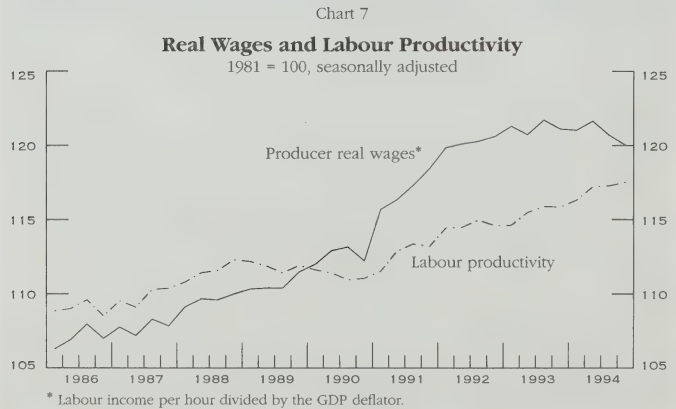
Wages have risen only 1% to 2% over the past year.

...and productivity has increased.

The result has been lower unit labour costs and increased profits.

during 1987-90, increased global competition and the move to a low-inflation environment. The returns to restructuring are now showing up in the aggregate productivity data, although it is still too early to determine the extent to which recent productivity growth exceeds that of a normal economic recovery.

The combination of rising productivity and moderate wage growth has led to steady declines in unit labour costs for more than a year (Chart 6). Profits have risen sharply, particularly in the resource and manufacturing sectors. As a result, the gap between the level of real wages and productivity that opened up in the early 1990s – a key factor in continuing efforts to hold labour costs down – has begun to close (Chart 7).



Finally, aggregate prices have been restrained by two other factors: lower housing prices and lower costs for machinery and equipment because of falling computer prices.

4. ACHIEVING THE INFLATION-CONTROL TARGETS

When monetary policy actions are taken in response to changing economic circumstances, the Bank uses the concept of monetary conditions to capture the influence of both short-term interest rates and the trade-weighted exchange rate on the economy. The monetary conditions index (MCI) constructed by the Bank combines both variables to provide a shorthand measure of the overall degree of tightening or easing of policy (Technical Box 3 and Charts 8-10).

While the Bank constantly reassesses the appropriate level of monetary conditions needed to achieve its inflation-control targets, its operations must sometimes give precedence to steadying nervous markets.

During the past year, financial market developments in Canada were strongly affected by nervousness and volatility in world financial markets, which began shortly after U.S. authorities started to raise interest rates in early February 1994. These external factors spilled over into Canada, where investors had already become increasingly concerned about the rising level of public debt and the political situation in Quebec. Throughout the spring, the dollar weakened and short-term interest rates rose sharply, leaving overall monetary conditions in Canada significantly tighter than at the start of the year.

Around midyear the Bank established an operational target range of 50 basis points for the overnight interest rate – a move designed to enhance the effectiveness and transparency of its operations in volatile markets (Chart 11). As markets stabilized during the summer months, the Bank lowered the range for overnight rates on three occasions, to encourage a decline in short-term rates. These actions were intended to reverse only part of the earlier tightening in monetary conditions, given the strengthening trend in the economy.

In October and November, short-term interest rates began to move upwards again, led by further increases in U.S. interest rates. Initially, monetary conditions in Canada remained largely unchanged, as somewhat higher domestic interest rates were offset by a lower dollar. The Bank of Canada raised its overnight target range once in November.

In early December, investors again became worried about the possibility of further tightening by the Federal Reserve and its implications for Canada. In these circumstances, the Canadian dollar weakened further, short-term interest rates rose sharply and the Bank again adjusted its overnight target range upwards. Monetary conditions tightened, reversing the easing that had occurred around midyear. The Mexican currency crisis in late December added to the nervousness of international financial markets.

The monetary conditions index provides a measure of the stance of policy.

At times, monetary policy operations must give precedence to steadying nervous markets

Changes in the operational target range for the overnight interest rate reflect policy actions.

Technical Box 3

The Monetary Conditions Index

The monetary conditions index (MCI) is a weighted sum of the changes in the short-term interest rate (the 90-day commercial paper rate) and the G-10 trade-weighted exchange rate from a given base period. The Bank has been using the MCI as an operational target of policy for several years.¹ In an open economy like Canada's, which operates with a flexible exchange rate, monetary policy actions influence aggregate demand through both the interest rate and the exchange rate. Therefore, the central bank cannot ignore exchange rate movements when determining its policy stance.

The weighting for the interest rate versus the exchange rate is 3 to 1 and is based on a number of empirical studies that estimate the effect of changes in real interest rates and the real exchange rate on real aggregate demand over six to eight quarters. The relative weights mean that a 1 percentage point change (100 basis points) in the real interest rate is judged to have about the same effect over time on aggregate demand as a 3 percentage point change in the real effective exchange rate. Because of the lags in publishing the price indexes to calculate the G-10 real effective exchange rate, the Bank tends to focus on a nominal MCI over short horizons.

A change in the MCI simply gives a measure of the degree of tightening or easing in monetary conditions. No meaning should be attached to a particular level of the MCI since it is constructed as a change from an arbitrary base date (currently January 1987 = 0). While the MCI is better conceptually than short-term interest rates as an operational target, this does not imply that monetary policy operations can be tied to any simple mechanical rule related to the MCI. First, the MCI does not (nor do interest rates for that matter) provide a nominal anchor for policy. Second, desired changes in monetary conditions vary in response to movements in aggregate demand and supply. Consequently, the monetary conditions consistent with the target path for inflation control are constantly re-evaluated. For example, an increase in the relative prices of primary commodities produced in Canada tends to lead to an increase in aggregate demand and thus to an increase in the desired MCI.

It is important to note that on a day-to-day basis, the Bank does not try to maintain a precise MCI level by adjusting interest rates in response to every exchange rate wiggle. Only if the exchange rate moved to a new trading range would the Bank try to offset its effect on aggregate demand by encouraging an offsetting movement in interest rates. In addition, there are occasions when Bank actions cannot be devoted to achieving the desired MCI because of the need to cope temporarily with disorderly markets.

1. An operational target is a variable that the central bank can influence fairly directly when it changes the setting of its instrument variable. In Canada, the instrument is the size of the central bank's balance sheet.

Downward pressure on the Canadian dollar intensified in early January 1995, and short-term interest rates came under sharp upward pressure. Primarily to calm markets, the Bank raised its operational target range for the overnight rate five times between early January and late February. These actions helped to steady the dollar, which in turn helped ease pressures on interest rates. The positive reaction by financial markets to the measures contained in the federal budget also provided an important steady influence.

Monetary conditions tightened in late 1994...

Chart 8

90-Day Interest Rates – Canada and the United States

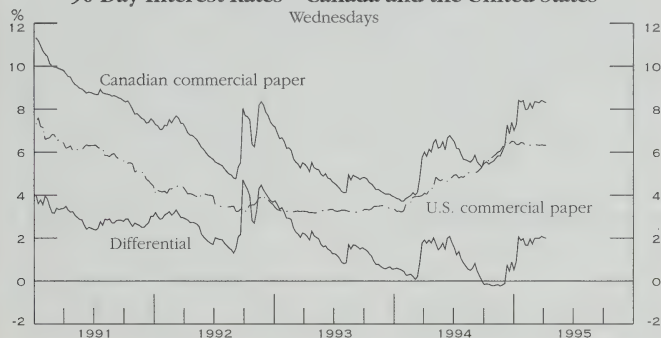


Chart 9

Canadian Dollar Exchange Rate



...and further in the first quarter of 1995.

During the first quarter it also became increasingly apparent that the momentum in the economy was still stronger than expected and, with the degree of slack diminishing rapidly, some tightening in monetary conditions was warranted on that score. By March, monetary conditions were about 1 1/2 percentage points tighter on average than in the second half of 1994 and some 2 percentage points tighter than a year earlier. By mid-April, monetary conditions had tightened somewhat further because of a firming in the Canadian dollar.

Chart 10

Monetary Conditions Index

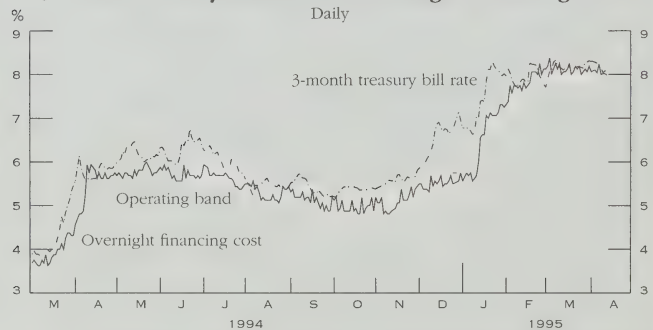
Wednesdays, January 1987 = 0



Chart 11

3-Month Treasury Bill Rate and Overnight Financing Cost

Daily



5. THE OUTLOOK FOR INFLATION

In assessing the outlook for inflation, the Bank must consider various factors, including the implications of current monetary conditions for the future course of aggregate demand.

Aggregate demand and supply

The most important element in Canada's external economic environment is the U.S. economy, which grew by 4 per cent during 1994. It is the Bank's view that the U.S. economy is in a state of excess demand, although there is little evidence of increased inflationary pressures in broad measures of prices and production costs. The Federal Reserve has raised short-term interest rates to avoid the buildup in inflationary pressures that could result if the economy continued to expand at a pace that maintains or adds to excess demand. The Federal Reserve's actions appear to be slowing the rate of expansion to a more sustainable pace.

Overseas, economic recovery is expected to remain relatively robust. Output in the four major European countries, which rose by an estimated 3 per cent during 1994, may increase by a similar rate this year. The situation in Japan is less certain, following the earthquake in early 1995 and the recent strength of the yen. Nonetheless, it appears that output in Japan should be up this year, albeit at a modest rate.

Given a favourable outlook for the U.S. and overseas economies, it is also expected that commodity prices will remain firm. Historically, the average price of commodities exported by Canada has tended to fluctuate in line with the world business cycle. However, some prices have reached levels where it has become profitable to bring new sources of supply on stream.

Overall, external demand is expected to remain a strong positive factor for the Canadian economy. In contrast, domestic demand is likely to be held back by the recent rise in interest rates and by general government restraint.

The implications of federal and provincial budgets for aggregate demand are an important consideration in the conduct of monetary policy. Specifically, the magnitude and timing of fiscal policy actions affecting total demand in the economy must be considered in determining the appropriate path of monetary conditions. In the case of the recent federal budget, the policies announced stretch out and build up over several years.

Consideration of all these factors suggests that total demand will continue to expand through 1995 and take up slack. How much slack will remain at year-end is difficult to gauge, because of uncertainties in estimating both potential output and the strength of demand.

Recent private sector forecasts that have incorporated the effects of the February federal budget suggest that total demand will expand by 3 1/2 to 4 1/2 per cent in 1995. Given more momentum than generally expected in the economy and the Bank's estimate of close to 3 per cent growth in potential output for 1995, a further significant closing

The external economic environment remains positive.

while domestic demand looks less robust

While the output gap should close further during 1995, it will continue to put downward pressure on prices.

Past exchange rate depreciation risks putting further upward pressure on prices.

Inflation expectations appear consistent with the Bank's inflation-control targets.

of the output gap by year-end seems likely. As noted earlier, the Bank's estimate of the output gap at the end of 1994 was 2 1/2 per cent.

This analysis indicates that the downward pressure that has been exerted on prices by excess capacity in product markets will persist through 1995, but to a lessening degree. Similarly, labour market conditions will continue to moderate wage and cost pressures.

Exchange rate effects

A major source of uncertainty for inflation is the effect of past exchange rate depreciation. For the immediate future there seem to be two possibilities. One, assuming that all the impact on prices from past depreciation has occurred and that there is no further depreciation, the effects on the 12-month rate of increase of the CPI from the decline in the Canadian dollar would begin to lessen during 1995. Two, if demand conditions had delayed pass-through from the past depreciation, then the recent strengthening of demand could result in higher prices even in the absence of further depreciation. In the context of this second possibility, the fact that the economy is now operating with significantly less slack reduces the likelihood of offsets through further cost reductions. One possible offsetting factor could be still more competition and restructuring in the retail sector.

On balance, there would appear to be some risk that upward pressure from past exchange rate movements could result in the rate of increase in core CPI rising temporarily above the midpoint of the target band during 1995.

Measures of inflation expectations

Expectations are also an important component in the outlook for inflation. Eighty-nine per cent of respondents in the latest quarterly survey of Canadian business attitudes conducted by the Conference Board of Canada expected inflation to be in the 1 to 3 per cent range over the near term. In the Conference Board's latest *Quarterly Survey of Forecasters*, it was expected that CPI inflation would be between 1 3/4 and 2 1/2 per cent for 1995, with an average of 2 per cent. The Board's latest compensation survey also points to little change in aggregate wage increases this year.

One measure that is sometimes used to calculate long-term inflation expectations is the difference between yields on government 30-year conventional and real return bonds (Chart 12). On this basis, inflation over the long term is expected to be close to 4 per cent. While this is down from 4 3/4 per cent in mid-1994, it is up from 3 1/4 per cent in mid-1993. It is difficult, however, to know how accurately this measure captures true inflation expectations. The market for real return bonds is small, and this measure also captures a premium for inflation uncertainty.

Other indicators

The monetary aggregates provide important information as indicators of near-term economic developments.

The most useful monetary aggregate for forecasting inflation one or two quarters ahead is the broad aggregate M2+. Even allowing for the recent substitution of deposits into longer-term mutual funds, the Bank's indicator model for inflation using M2+ predicts core inflation of around 1 per cent or less for the next two quarters (Chart 13).

The rate of increase of real M1 (the narrow monetary aggregate, M1, deflated by prices) provides useful information on future output growth. This indicator points to continued solid expansion of the economy, but at a rate below that recorded during 1994.

Monetary aggregates support an outlook of low inflation

Chart 12

30-Year Bond Yields

Monthly

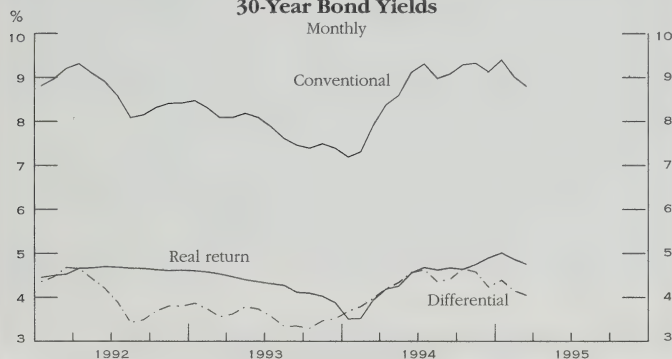
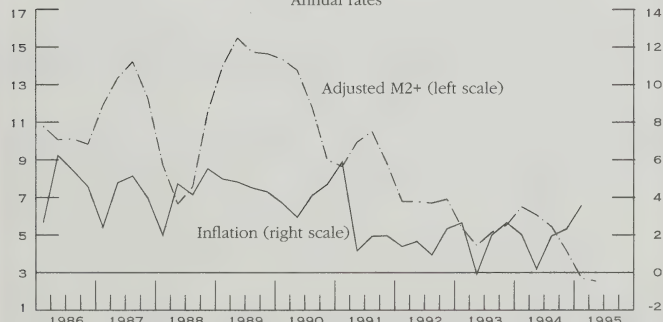


Chart 13

Quarterly Inflation (Based on Core CPI) and Adjusted M2+ Growth*

Annual rates



* Three-quarter growth of M2+ plus Canadian dollar mutual funds at financial institutions, one quarter earlier.

6. CONCLUSIONS

Taking all factors into account, the current outlook is consistent with the Bank's inflation-control targets.

A low level of inflation for the past three years has resulted in a significant downward adjustment of inflation expectations in Canada. This progress towards price stability is in turn providing an important underpinning for good economic performance. Nonetheless, risks remain.

Over the near term, it appears that pressures from past exchange rate depreciation could move core CPI inflation into the upper half of the target band. To the extent that these pressures materialize, the concern for monetary policy is that they be temporary in nature and not generate expectations of future inflation pressures.

Beyond the short term (through year-end 1995 and into 1996), the main concern is proper gauging of the speed and extent of closure in the output gap. In the past, the momentum of the economy has often been underestimated at this point in the cycle.

When all of this is taken into account, the current outlook for inflation is consistent with the Bank's inflation-control targets.

*This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
Gordon Thiessen, Bernard Bonin, Charles Freedman, Paul Jenkins,
Tim Noël and Sheryl Kennedy*

REFERENCES

- Bank of Canada. 1991. "Targets for reducing inflation: Announcements and background material." *Bank of Canada Review* (March): 3-21.
- _____. 1991. "Targets for reducing inflation: Further operational and measurement considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3-23.
- _____. 1993-94. "Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on monetary policy objectives." *Bank of Canada Review* (winter): 85-86.
- Freedman, Charles. 1994. "The Use of Indicators and of the Monetary Conditions Index in Canada." In *Frameworks for Monetary Stability: Policy Issues and Country Experiences*, edited by Tomás J. T. Baliño and Carlo Cottarelli. Washington: International Monetary Fund. (Copies of the paper are available from the Bank of Canada.)
- Thiessen, Gordon G. 1995. "Uncertainty and the transmission of monetary policy in Canada." The HERMES-Glendon Lecture, delivered at York University, Toronto, 30 March. Ottawa: Bank of Canada.

APPENDIX

THE BENEFITS OF PRICE STABILITY

(Extract from the 1990 Bank of Canada annual report)

The first section of this report emphasized the fundamental point that if our nation's economy is to perform well, its citizens need to have confidence that the money they use will hold its value. And money will only retain its value if the general level of prices remains stable – in other words, is not subject to chronic inflation. The view that inflation brings benefits to the economy in the form of higher employment has been discredited by the events of the 1970s and 1980s. What is less widely recognized is that inflation carries with it costs that are widespread and pervasive. Inflation creates increased uncertainty about the future, which makes it much more difficult for everyone to make good economic decisions. It also causes households and businesses to divert substantial amounts of time and money to try to shield themselves from the effects of rising prices. But not everyone is successful, and the inflationary process is inequitable and socially divisive. These are costs that can be avoided if monetary policy is successfully directed to achieving and maintaining price stability. This section reviews in more detail the costs that inflation imposes on the economy.

Inflation creates uncertainty about the future

In a monetary economy, decisions to buy or sell, to borrow or invest are based on prices – both current prices and the prices expected to prevail in future years. In other words, prices permit comparisons of the current and expected future values of the wide array of goods and services found in different markets, providing workers, managers, savers and investors with the information and incentives to undertake economic decisions. Inflation creates uncertainty, which distorts and confuses that information.

Take for example a decision by a business to build a new plant. Such a decision has to take into account not only the cost of funds and the prices of labour and materials to build the plant, but also the prices expected in the future for the output of the plant and for the labour and materials to produce that output. The future is always uncertain, but the uncertainty is magnified when prices are rising, since inflation is seldom stable and predictable. Inflation makes it much more difficult to make good investment decisions.

Moreover, during inflation, prices do not respond identically to the excess demand pressures. These differing movements in prices are easily misread, and exaggerated expectations frequently develop about the likely further increases in the prices of products that are already rising most rapidly. One result is periodic bouts of over-investment in these products. For example, it is the prices of primary commodities and real estate that

have typically responded the most quickly and vigorously during inflationary periods. The burst of investment in developing new sources of primary commodities and in acquiring existing producers of resources during the late 1970s, and the construction boom in condominiums and commercial buildings in some centres during the late 1980s are graphic illustrations of the problem of over-investment in response to the exaggerated expectations to which inflation gives rise.

The costs of having to cope with inflation

As inflation becomes entrenched, businesses and individuals find that they have to make expenditures of both time and money to deal with its effects. This goes far beyond the need for more frequent revision and reissue of price lists and catalogues. For example, contracts of all sorts become shorter in term so that the parties are not locked into a situation where they can be hurt by unexpected inflation, and this means more effort must be devoted to negotiating contracts. Buyers have difficulty in obtaining guaranteed prices of products for future delivery. Investors become concerned about hedges against inflation rather than about productive investments. At the peak of inflation in 1980-81, investors turned in large numbers to assets such as real estate, gold and silver, precious gems and works of art, either to protect themselves against inflation or to try to benefit from it.

Financial contracts for instruments such as deposits, loans and security issues have been particularly affected by the concerns about inflation. The average term of such contracts has shortened dramatically since the early 1970s when inflation became a more persistent and serious problem. The long-term corporate bond market has contracted and 25-year residential mortgages have become virtually unavailable. Too many savers were caught by the rise in inflation during the 1970s and are no longer willing to provide funds at fixed interest rates for extended periods. As a result, such long-term funds are no longer as readily available to private borrowers wishing to invest in long-term assets such as housing or production facilities.

Large and frequent users of financial services have increasingly resorted to some very sophisticated techniques to limit their exposure to inflation-related risks. Examples include interest rate and currency swaps as well as futures and options contracts. The diversion of productive resources to the financial sector in an attempt to provide shelter from the effects of inflation has been substantial.

To attract funds, financial institutions and markets need to compensate savers for inflation. Interest rates therefore are higher by an inflation premium that savers demand as an offset for the declining value of their money. But since future inflation is highly uncertain, interest rates in countries with a history of inflation also carry a further premium to cover the risks caused by uncertainty about inflation. As a result, it is more costly for borrowers to obtain funds to carry out their spending plans.

As well, when high inflation requires a high interest premium to compensate lenders for the eroding value of a loan, borrowers are effectively

forced to repay their loans much more rapidly than when prices are stable. With mortgage loans, for example, this forced repayment can push homeowners into financial difficulty, even when house values are rising significantly in response to inflation, because the inflation premium embodied in mortgage rates makes it difficult for them to manage their monthly payments.

While savers may receive compensation through interest rates for the fact that inflation undermines the value of their savings, they are required to pay tax on the whole of their interest income. With inflation at 4.5 per cent, for example, a saver with a 40 per cent marginal tax rate, who earns just under 5.5 per cent after tax on a 9 per cent term deposit, is left with a return of less than 1 per cent after inflation. The decline in the effective return on savings during periods of inflation has had negative effects on the incentive to save. And the interaction of inflation with a corporate tax structure that was similarly designed for a world with stable prices has been a significant distorting influence on the behaviour of corporations.

Equity and fairness

The costs of inflation do not fall equally on the population. Some individuals and businesses are better placed than others to protect themselves against inflation, but there is also a good deal of chance involved. Frequently, it is the least sophisticated parts of our economic society that lose out when inflation takes hold. The most widespread examples of inflation losses relate to fixed retirement pensions. At 4.5 per cent inflation, such pensions will lose half their value in just over 15 years. People who gain from inflation, whether because of their ability to invest in assets that benefit from inflation or by chance, do so only at the expense of others in the community. These gains do not reflect reward for greater effort or contributions to productivity. As a result, inflation leaves a sense of great unfairness in a society, and it undermines the sense of equality of opportunity that is at the base of a successful market economy.

“Living with inflation” is no answer

One solution that has been proposed to deal with this unfairness, while at the same time avoiding the effort and discipline that is required to return to price stability, is to adjust our economic arrangements to try to live with inflation. The idea is to protect individuals against losses from inflation through indexing all types of incomes and payments. The authorities would aim at stabilizing the inflation rate and, it is contended, the economy would readily adjust to that stable rate, and the costs of inflation would be avoided.

The experience of Canada in dealing with inflation since the early 1970s is a good indication that an economy as complex as ours does not move easily or quickly to adjust to inflation. Clearly, the costs of changing our institutions in order to live with inflation are high. It is not just a matter of indexing incomes. Major changes would be required not only in the personal and corporate tax systems but also in legal arrangements,

accounting standards and many other aspects of economic life. It is a telling fact that after 20 years during which inflation averaged 7 per cent, most institutional arrangements have not adapted to take account of inflation.

But even if the institutional changes were made, living with inflation would not be a credible policy. By seeking to stabilize the inflation rate at its current level, the authorities would demonstrate their unwillingness to take the actions required to combat inflation. It is unlikely therefore that anyone would believe that if some adverse development suddenly pushed inflation up to a higher level, the required anti-inflationary actions would be taken. Monetary policy aimed at stabilizing inflation at a given level would constantly be battling against such scepticism. Countries that have gone furthest in indexing their economic systems have typically found themselves facing higher and higher rates of inflation that have put at risk the entire institution of money. A policy of tolerating inflation systematically undermines the capacity of a country to produce good economic performance.

* * *

To avoid the burden that inflation imposes on the economy requires a monetary policy that is firmly directed to reaching and maintaining price stability. It is only with stability in the general price level that a sound basis can be provided for investment and lending decisions and the most effective use will be made of the economy's resources. At the same time, the extensive effort and resources devoted to coping with inflation can be put to more productive use and the unfairness to those who cannot protect themselves from inflation will be eliminated.

Pour éviter le fardeau que l'inflation impose à l'économie, il est indispensable que la politique monétaire soit résolument orientée vers la réalisation et le maintien de la stabilité des prix. Seule la stabilité du niveau général des prix peut fournir une base saine aux décisions en matière d'investissement et d'octroi de crédit et garantir l'utilisation la plus efficace possible des ressources économiques. Elle permettra aussi d'affecter à des fins plus productives les ressources et les efforts considérables mobilisés pour contre l'inflation et d'éviter un sort injuste à ceux qui ne peuvent se protéger contre cette dernière.

rythme annuel de 4 1/2 %, l'inflation peut amputer ces pensions de la moitié de leur valeur en un peu plus de quinze ans. Ceux à qui l'inflation profite, que ce soit grâce à leur capacité d'investir dans des avoirs qui se valorisent sous l'effet de l'inflation ou encore par pur hasard, le font au détriment d'autres membres de la collectivité. Les gains qu'ils réalisent ainsi ne récompensent pas un surcroît d'efforts ou une augmentation de la productivité. C'est pourquoi l'inflation engendre un profond sentiment d'injustice au sein de la société et ébranle la foi dans l'égalité des chances qui est la base d'une économie de marché efficace.

Composer avec l'inflation ne règle rien

Afin de corriger cette injustice sans l'effort et la discipline qui seraient nécessaires pour retrouver la stabilité des prix, certains ont proposé que nous ajustions nos pratiques économiques de façon à composer avec l'inflation. Ce qu'ils suggèrent dans la pratique, c'est d'indexer tous les types de revenus et de paiements afin de protéger les particuliers contre les pertes résultant de l'inflation. Les autorités n'auraient alors qu'à stabiliser le taux d'inflation à un niveau donné; l'économie, prétend-on, s'ajusterait aisément à ce taux, et les coûts entraînés par l'inflation seraient évités. L'expérience vécue par le Canada depuis le début des années 70 sur le front de l'inflation montre bien qu'une économie aussi complexe que la nôtre ne s'ajuste ni aisément ni rapidement à l'inflation. De toute évidence, le processus d'adaptation de nos institutions à un climat d'inflation comporte des coûts élevés. Il ne s'agit pas uniquement ici d'indexer les revenus. Il faudrait aussi modifier en profondeur non seulement le mode d'imposition des particuliers et des sociétés, mais également certaines dispositions légales, conventions comptables et beaucoup d'autres aspects de la vie économique. N'est-il pas révélateur à cet égard que la plupart des arrangements institutionnels ne se soient toujours pas adaptés à l'inflation après vingt ans au cours desquels celle-ci a été de 7 % en moyenne?

Même si des changements d'ordre institutionnel s'opéraient, une politique de tolérance à l'égard de l'inflation ne serait pas une politique crédible. En cherchant à stabiliser le taux d'inflation à son niveau du moment, les autorités montreraient qu'elles ne sont pas prêtes à prendre les mesures qu'il faut pour combattre l'inflation. Par conséquent, si l'inflation grimpeait soudainement sous l'effet d'une conjoncture défavorable, il est à peu près certain que personne ne croirait que les autorités sont disposées à prendre les mesures appropriées pour enrayer cette hausse. Une politique monétaire visant la stabilisation de l'inflation à un niveau donné serait constamment en butte à un tel scepticisme. Les pays qui sont allés le plus loin dans la voie de l'indexation des divers revenus et paiements ont en général enregistré des taux d'inflation de plus en plus élevés, qui ont mis en danger les fondements mêmes de l'institution qu'est la monnaie. Une politique de tolérance à l'égard de l'inflation mine systématiquement la capacité d'un pays d'obtenir de bons résultats économiques.

Les gros utilisateurs de services financiers ont de plus en plus recours à des techniques très sophistiquées pour limiter les risques inhérents à l'inflation. À cet égard, on peut citer les swaps de taux d'intérêt et de devises ainsi que les contrats à terme et les contrats d'options. Mais il a fallu canaliser des ressources productives considérables vers le secteur financier en vue d'élaborer des mécanismes de protection contre les effets de l'inflation.

Pour attirer les fonds des épargnants, les établissements et les marchés financiers doivent indemniser ces derniers des pertes attribuables à l'inflation. Ainsi, les taux d'intérêt sont majorés d'une prime d'inflation que les épargnants exigent pour compenser la dépréciation de leurs fonds. Mais, étant donné que l'évolution future de l'inflation ne peut être prévue avec certitude, les taux d'intérêt pratiqués dans les pays où l'inflation sévit depuis longtemps comportent également une prime supplémentaire servant à couvrir les risques qui découlent de cette incertitude. Les emprunteurs doivent donc payer plus cher les fonds nécessaires à la réalisation de leurs programmes de dépenses.

De même, lorsqu'une forte inflation entraîne l'imposition d'une prime sous forme de taux d'intérêt élevés visant à indemniser les prêteurs de la dépréciation de leur argent, les emprunteurs sont en fait forcés de rembourser leurs dettes beaucoup plus rapidement qu'ils ne le feraient si les prix étaient stables. Dans le cas des emprunts hypothécaires, par exemple, ce remboursement forcé peut plonger les propriétaires fonciers dans des difficultés financières, et ce, même lorsque la valeur de leur propriété augmente fortement sous l'effet de l'inflation. En effet, à cause de la prime d'inflation, ils ont de plus en plus de difficulté à honorer leurs engagements mensuels.

Les épargnants peuvent recevoir des taux d'intérêt élevés les indemnisant de l'érosion de la valeur de leur épargne par l'inflation, mais ils doivent tout de même payer des impôts sur l'intégralité de leurs revenus en intérêts. Lorsque l'inflation se situe à $4\frac{1}{2}\%$, par exemple, un épargnant dont les revenus sont imposés à un taux marginal de 40% et reçoit avant par conséquent un peu moins de $5\frac{1}{2}\%$ après impôt sur un dépôt à terme à 9% obtient en fait un rendement inférieur à 1% , une fois prise en compte l'inflation. La baisse de la rémunération effective de l'épargne en période d'inflation a des effets négatifs sur la propension à épargner. Le comportement des entreprises est également grandement faussé par l'interaction entre l'inflation et une structure fiscale conçue en fonction d'un monde libre d'inflation.

Les notions d'équité et de justice

Les coûts de l'inflation ne se répartissent pas également sur l'ensemble de la population. Certains particuliers et certaines entreprises peuvent mieux que d'autres se protéger contre l'inflation, mais le hasard joue aussi un grand rôle. Souvent, lorsque l'inflation s'incruste, ce sont, dans notre société, les groupes les moins favorisés ou ceux qui ne disposent pas de mécanismes de protection sophistiqués qui sont les perdants. L'exemple le plus courant est celui des bénéficiaires de pensions non indexées. Au



lorsque les prix sont à la hausse, car l'évolution de l'inflation est rarement stable et prévisible. Lorsque la conjoncture est inflationniste, les bonnes décisions en matière d'investissement sont bien plus difficiles à prendre. En outre, dans un climat d'inflation, les prix ne réagissent pas tous de la même façon aux pressions excessives de la demande. Il est alors facile de mal interpréter leur comportement, et on voit souvent apparaître des attentes exagérées au sujet de l'ampleur éventuelle du renchérissement des produits dont les prix augmentent déjà très rapidement. C'est ce qui explique que de tels produits font par moments l'objet de surinvestissements. Habituellement, ce sont les prix des produits de base et des biens immobiliers qui, en période d'inflation, enregistrent les hausses les plus rapides et les plus fortes. L'essor de l'investissement dans l'exploitation de nouvelles sources de produits de base et dans l'acquisition d'entreprises d'exploitation de ressources naturelles vers la fin des années 70 de même que l'explosion de la construction de logements en copropriété et d'immuebles commerciaux dans certains centres urbains vers la fin des années 80 illustrent clairement le phénomène de surinvestissement que provoquent les attentes exagérées issues de l'inflation.

Les coûts liés à la protection contre l'inflation

Au fur et à mesure que l'inflation s'enracine, les entreprises et les particuliers découvrent qu'ils doivent consacrer temps et argent à en contre les effets. Et cela va bien au delà de la nécessité de réviser et de réimprimer plus fréquemment les listes de prix et les catalogues. Par exemple, la durée des contrats de tout genre raccourcit, les parties contractantes ne voulant pas s'exposer au risque d'être lésées par les effets d'une inflation impétueuse; la négociation des contrats devient donc plus ardue. Les acheteurs ont du mal à obtenir des prix fermes pour des produits dont ils prendront livraison plus tard. Les investisseurs se préoccupent d'ailleurs de se couvrir contre le risque d'inflation que d'investir dans des activités productives. Au plus fort de la période d'inflation de 1980-1981, nombreux étaient les investisseurs qui se sont tournés vers des avoirs comme les biens immobiliers, l'or, l'argent, les pierres précieuses et les œuvres d'art, soit pour se protéger contre l'inflation, soit pour essayer d'en tirer parti. Les contrats financiers visant les dépôts, les prêts et les émissions de titres ont été particulièrement touchés par les craintes que suscite l'inflation. L'échéance moyenne de ces contrats s'est raccourcie de façon spectaculaire depuis que l'inflation a pris racine et est devenue un problème grave, c'est-à-dire depuis le début des années 70. Le marché des obligations à long terme des sociétés s'est contracté, et les prêts hypothécaires à l'habitation de 25 ans ont presque totalement disparu. Trop d'épargnants, victimes de la spirale inflationniste des années 70, ne sont plus disposés à fournir des fonds à des taux d'intérêt fixes pour de longues périodes. Il en résulte que les emprunteurs privés désirant acquiescer des avoirs à long terme, tels que des logements ou des usines, ne trouvent plus de finance-ment à long terme aussi aisément que par le passé.

Annexe

LES AVANTAGES DE LA STABILITÉ DES PRIX

(Extrait du rapport annuel de la Banque du Canada pour 1990)

La première section du présent rapport fait valoir un point fondamental, à savoir que notre économie ne peut bien fonctionner que si les Canadiens ont l'assurance que la monnaie qu'ils utilisent conservera sa valeur. Or, pour que cette condition soit remplie, le niveau général des prix doit rester stable, autrement dit il ne doit pas être l'objet d'une inflation chronique. L'opinion selon laquelle l'inflation est bénéfique à l'économie, en ce sens qu'elle s'accompagne d'une hausse de l'emploi, a été infirmée par la tournure des événements au cours des deux dernières décennies. On ne reconnaît toutefois pas suffisamment le fait que l'inflation comporte des coûts qui n'épargnent aucun secteur. Elle accroît l'incertitude au sujet de l'avenir, de sorte qu'il est bien plus difficile pour chacun de prendre les bonnes décisions sur le plan économique. De plus, elle pousse les ménages et les entreprises à consacrer beaucoup de temps et d'argent à se protéger des effets de la montée des prix. Mais tous ne réussissent pas à se soustraire à ces effets et l'inflation est source d'iniquité et de discordes sociale. Les coûts de l'inflation peuvent être évités si l'on parvient à orienter la politique monétaire de manière à réaliser et à maintenir la stabilité des prix. La présente section examine, de façon plus détaillée, ces coûts que l'inflation impose à l'économie.

L'inflation, source d'incertitude au sujet de l'avenir

Dans une économie fondée sur la monnaie, la décision d'acheter ou de vendre, d'emprunter ou d'investir est déterminée par les prix, à la fois en termes, les travailleurs, les gestionnaires, les épargnants et les investisseurs s'appuient sur les prix pour établir des comparaisons entre les valeurs actuelles et escomptées d'un large éventail de biens et de services offerts sur différents marchés. Ces comparaisons leur fournissent les renseignements et les motivations sur lesquels ils fondent leurs décisions économiques. Mais l'incertitude qu'engendre l'inflation dénature et embrouille les renseignements en question.

Prenons l'exemple d'une entreprise qui décide de construire une nouvelle usine. Elle doit prendre en considération non seulement le coût des fonds à engager et les prix de la main-d'œuvre et des matériaux de construction, mais également les prix auxquels elle s'attend de vendre la future production de la nouvelle usine et les montants qu'elle devra vraisemblablement verser pour la main-d'œuvre et le matériel entrant dans cette production. L'avenir est toujours incertain, mais il l'est davantage

6. Conclusions

Tout bien considérée, les perspectives actuelles en matière d'inflation sont conformes aux cibles de maîtrise que vise la Banque.

Le faible taux d'inflation enregistré ces trois dernières années a entraîné une nette révision à la baisse des attentes relatives à l'inflation au Canada. Et ce progrès vers la stabilité des prix apporte un soutien de taille à la bonne tenue de l'économie. Toutefois, certains risques demeurent. À court terme, il semble que les pressions engendrées par le repli passé du taux de change pourraient amener le taux d'augmentation de l'indice de référence à s'établir dans la moitié supérieure de la fourchette cible. Si tel est le cas, les autorités monétaires devront veiller à ce que ces pressions soient temporaires et ne donnent pas lieu à des attentes de nouvelles pressions inflationnistes. À un peu plus long terme (soit d'ici la fin de 1995 et le début de 1996), le principal souci de la Banque sera de juger correctement l'écart de production et la vitesse à laquelle celui-ci rétrécit. Par le passé, le dynamisme de l'économie a souvent été sous-estimé à ce stade du cycle. Tout bien considéré, les perspectives actuelles en matière d'inflation sont conformes aux cibles de maîtrise de l'inflation que vise la Banque.

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de Gordon Thibessen, Bernard Bohn, Charles Freedman, Paul Jenkins, Tim Noel et Sberyl Kennedy.

Références

Banque du Canada, *Revue de la Banque du Canada*, «Cibles de réduction de l'inflation», mars 1991, p. 3-21

_____, *Revue de la Banque du Canada*, «Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure», septembre 1991, p. 3-23

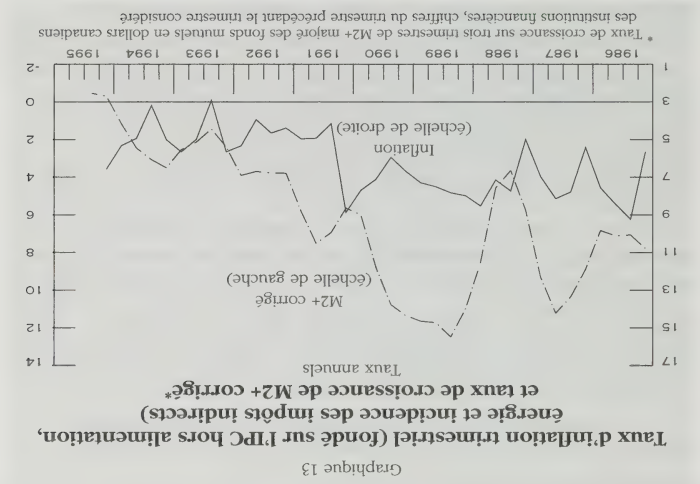
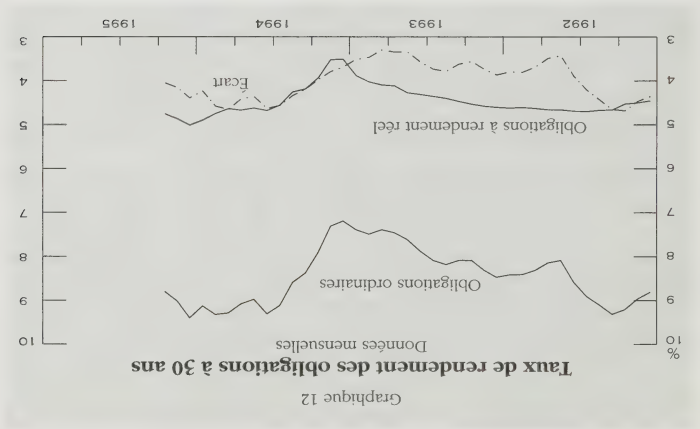
_____, *Revue de la Banque du Canada*, «Déclaration du gouvernement et de la Banque du Canada au sujet des objectifs de la politique monétaire», hiver 1993-1994, p. 85-86

Charles Freedman, «The Use of Indicators and of the Monetary Conditions Index in Canada», *Frameworks for Monetary Stability*, sous la direction de Carlo Cottarelli et de Tomás J. T. Balino, Fonds monétaire international, Washington, 1994. (On peut se procurer des tirés à part de l'étude auprès de la Banque du Canada.)

Gordon G. Thibessen, «L'incertitude et la transmission de la politique monétaire au Canada», conférence HERMES-Glendon, prononcée le 30 mars 1995 à l'université York à Toronto, Banque du Canada, Ottawa, 1995

récent pour les fonds mutuels à long terme au détriment des dépôts, le taux de l'inflation tendanciellement prévu par le modèle indicateur de la Banque fédérale sur l'évolution de M2+ est d'environ 1 % ou moins pour les deux prochains trimestres (Graphique 13).

Le taux d'accroissement de M1 en termes réels (l'agrégat monétaire au sens étroit M1 dégonflé par un indice des prix) fournit des renseignements utiles sur la croissance future de la production. Cet indicateur laisse présager que la vigoureuse expansion se poursuivra, mais à un rythme inférieur à celui qui a été observé en 1994.



*La dépréciation passée
des taux de change
pourrait exercer d'autres
pressions à la hausse
sur les prix*

L'avenir immédiat, deux scénarios semblent se dessiner. D'abord, en supposant que la dépréciation passée s'est entièrement répercutée sur les prix et que le dollar canadien ne subit aucune autre baisse, les effets du recul de ce dernier sur le taux d'accroissement de l'IIPC sur douze mois devraient commencer à s'atténuer au cours de 1995. Par contre, si la transmission de ces effets a été retardée par les conditions de la demande, le renforcement récent de celle-ci pourrait se solder par une augmentation des prix, même en l'absence de nouvelles dépréciations. Dans ce deuxième scénario, le fait qu'il y ait maintenant beaucoup moins de capacités excédentaires dans l'économie réduit les chances que de nouvelles baisses des coûts fassent contrepois au repli du dollar canadien. L'incidence de ce repli pourrait cependant être moindre si la concurrence et les efforts de restructuration dans le secteur du commerce de détail s'intensifiaient encore.

En définitive, il semble exister un risque que des pressions à la hausse dues aux variations passées du taux de change poussent temporairement le taux d'accroissement de l'indice de référence au-dessus de la médiane de la fourchette cible au cours de 1995.

Les mesures des attentes relatives à l'inflation

Les attentes des agents économiques jouent également un rôle important dans les perspectives d'inflation. Les répondants à la dernière enquête trimestrielle du Conference Board du Canada menée auprès des entreprises canadiennes s'attendent, dans une proportion de 89 %, à ce que l'inflation se situe à court terme entre 1 et 3 %. Selon celle que l'Institut a menée auprès d'organismes de prévision, le taux d'augmentation de l'IIPC devrait se situer entre 1 3/4 et 2 1/2 % en 1995, pour s'établir en moyenne à 2 %. En outre, la dernière enquête de cet institut sur la rémunération laisse entrevoir peu de changement cette année au chapitre de la progression globale des salaires.

Une mesure parfois utilisée pour calculer le taux d'inflation attendu à long terme est l'écart de rendement entre les obligations du gouvernement à 30 ans ordinaires et les obligations à rendement réel (Grapique 12). Selon cette mesure, l'inflation anticipée à long terme est de près de 4 %. Ce chiffre est certes inférieur à celui de 4 3/4 % calculé au milieu de 1994, mais il est supérieur à celui de 3 1/4 % obtenu au milieu de 1993. Il est toutefois difficile d'établir le degré d'exactitude avec lequel cette mesure reflète les véritables attentes concernant l'inflation, car le marché des obligations à rendement réel est restreint, et la mesure en question comprend une prime liée à l'incertitude entourant l'inflation.

Les autres indicateurs

À titre d'indicateurs de l'évolution à court terme de l'économie, les agrégats monétaires fournissent de bons renseignements. L'agrégat au sens large M2+ est le plus utile pour prévoir l'inflation au cours des deux trimestres à l'avance. Même si l'on tient compte de l'engouement

Le cadre économique international reste favorable...

... nous inconvient moins vigoureuse.

européens, qui s'est accrue de 3 % en 1994 selon les estimations, pourrait connaître une progression comparable cette année. Au Japon, la situation est plus difficile à évaluer en raison du tremblement de terre survenu au début de 1995 et de la force récente du yen. Il semble néanmoins que la production y augmentera cette année, mais à un rythme modéré.

Étant donné les perspectives économiques encourageantes aux États-Unis et dans les pays d'outre-mer, on s'attend aussi à ce que les prix des produits de base exportés par le Canada restent fermes. En effet, dans le passé, le prix moyen de ces produits a eu tendance à fluctuer en fonction du cycle économique mondial. Toutefois, certains prix ont maintenant atteint des niveaux tels que l'exploitation de nouvelles sources d'approvisionnement est devenue rentable.

Dans l'ensemble, la demande extérieure devrait demeurer un facteur positif important pour l'économie canadienne. Par contre, la demande intérieure risque d'être freinée par la récente hausse des taux d'intérêt et par la politique d'austérité suivie dans le secteur public.

Les répercussions des budgets fédéral et provinciaux sur la demande globale sont des éléments qu'il faut prendre en considération dans la conduite de la politique monétaire. Plus précisément, l'ampleur des mesures budgétaires qui influent sur la demande globale et le moment de leur application doivent être pris en compte dans la détermination de la trajectoire appropriée pour les conditions monétaires. Dans le cas du dernier budget fédéral, la mise en œuvre des politiques annoncées s'échelonne sur plusieurs années, et leurs effets s'additionneront au cours de cette période.

L'examen de tous ces facteurs porte à croire que la demande globale continuera de croître en 1995 et d'absorber des capacités inutilisées. Il est difficile de savoir quel sera le volume des capacités inutilisées qui subsisteront à la fin de l'année à cause des incertitudes entourant l'estimation de la production potentielle et de la vigueur de la demande. Selon des prévisions récentes émanant du secteur privé et qui tiennent compte des effets du budget fédéral de février, la progression de la demande globale se situera entre 3 1/2 et 4 1/2 % en 1995. Étant donné que l'activité économique est plus vigoureuse qu'on ne s'y attendait en général et que la Banque évalue à près de 3 % la croissance de la production potentielle pour 1995, l'écart de production devrait s'amenuiser considérablement d'ici la fin de l'année. Comme il a été mentionné précédemment, la Banque estime que cet écart était de 2 1/2 % à la fin de 1994.

Dans ces conditions, la pression à la baisse qu'exerce sur les prix la présence de capacités excédentaires sur les marchés des biens et services se maintiendra tout le long de 1995, mais elle s'amoindrira. De même, la situation du marché du travail continuera d'atténuer les pressions sur les salaires et les coûts.

Les effets des variations du taux de change

L'incidence de la dépréciation passée du taux de change constitue une source importante d'incertitude au sujet de l'évolution de l'inflation. Pour

fournir cette cible pour le loyer de l'argent à un jour. Les conditions monétaires se sont resserrées, ce qui a eu pour effet d'annuler l'assouplissement opéré vers le milieu de l'année. La crise monétaire au Mexique à la fin de décembre est venue exacerber la nervosité qui régnait sur les marchés financiers internationaux.

Les pressions à la baisse qui s'exerçaient sur le dollar canadien se sont avérées au début de janvier 1995, et les taux d'intérêt à court terme ont subi de très fortes pressions à la hausse. Principalement dans le but de calmer les marchés, la Banque a augmenté à cinq reprises, entre le début de janvier et la fin de février, la fourchette visée pour le taux du financement à un jour. Ces mesures ont contribué à stabiliser le dollar et, par le fait même, à relâcher les pressions sur les taux d'intérêt. La réaction favorable des marchés financiers aux mesures contenues dans le budget fédéral a aussi eu un effet stabilisateur notable.

Au cours du premier trimestre de 1995, il est devenu de plus en plus manifeste également que l'économie faisait encore preuve d'un dynamisme plus grand que prévu et qu'un certain resserrement des conditions monétaires se justifiait compte tenu de la diminution rapide des capacités excédentaires. En mars, les conditions monétaires s'étaient resserrées, comme l'indique l'augmentation de l'ICM d'environ 1 1/2 point de pourcentage en moyenne depuis le second semestre de 1994 ou de quelque 2 points de pourcentage depuis mars 1994. Vers le milieu d'avril, elles étaient encore un peu durcies en raison d'un raffermissement du dollar canadien.

5. Les perspectives en matière d'inflation

Dans son évaluation des perspectives d'inflation, la Banque doit tenir compte de divers facteurs, dont l'incidence des conditions monétaires actuelles sur l'évolution future de la demande globale.

La demande et l'offre globales

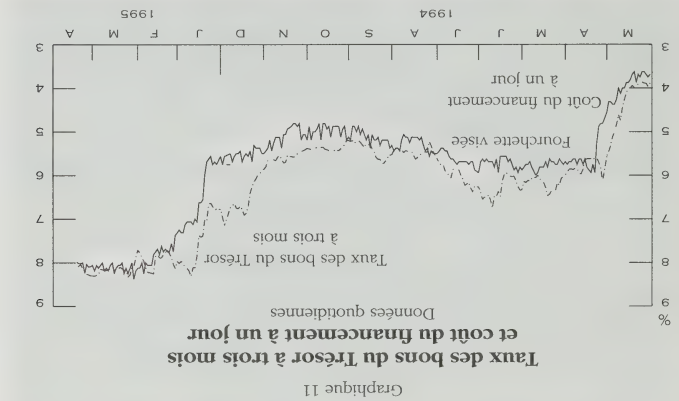
L'élément le plus important du cadre économique international dans lequel le Canada évolue est l'économie américaine, et celle-ci a connu une croissance de 4 % en 1994. Selon la Banque, l'économie américaine affiche une demande excédentaire, même si les mesures globales des prix et des coûts de production ne révèlent guère de signes d'intensification des tensions inflationnistes. La Réserve fédérale a relevé les taux d'intérêt à court terme afin d'éviter l'accumulation des pressions inflationnistes qui pourrait se produire si l'économie continuait de progresser à un rythme propice au maintien ou au renforcement de la demande excédentaire. Les mesures de la Réserve fédérale semblent en voie de ramener l'expansion à un rythme qui peut être soutenu.

Dans les pays d'outre-mer, la reprise économique devrait rester relativement vigoureuse. La production dans les quatre principaux pays

Les conditions monétaires se sont resserrées vers la fin de 1994...

... et de nouveau au premier trimestre de 1995.

En octobre et en novembre, les taux d'intérêt à court terme ont repris leur ascension, dans le sillage de nouvelles hausses des taux d'intérêt aux États-Unis. Dans un premier temps, les conditions monétaires au Canada sont demeurées pratiquement inchangées, un dollar plus faible faisant contrepois à des taux d'intérêt intérieurs un peu plus élevés. En novembre, la Banque du Canada a relevé une fois la fourchette qu'elle visait pour le taux du financement à un jour.



Au début de décembre, les investisseurs ont recommencé à craindre un nouveau durcissement de la part de la Réserve fédérale et à s'inquiéter de ses répercussions éventuelles sur le Canada. Dans cette conjoncture, le dollar canadien s'est affaibli davantage, les taux d'intérêt à court terme ont connu une flambée, et la Banque a de nouveau révisé à la hausse sa

Les variations de la fourchette visée pour le taux du financement à un jour reflètent les mesures de liquidité monétaire.

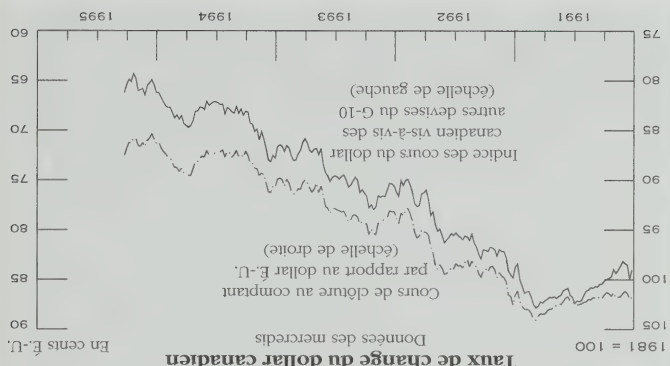
des conditions monétaires globales au Canada par rapport à la situation observée en début d'année.

Vers le milieu de l'année, la Banque a établi une fourchette cible de 50 points de base pour le taux du financement à un jour; elle entendait ainsi augmenter l'efficacité et la transparence de ses opérations sur des marchés volatils (Graphique 11). Durant l'été, à mesure que les marchés se rassérénèrent, la Banque a abaissé à trois reprises la fourchette visée pour le taux du financement à un jour, afin de favoriser un repli des taux d'intérêt à court terme. Ses interventions avaient pour but d'effacer une partie seulement du resserrement antérieur des conditions monétaires, étant donné le raffermissement de l'économie.

Graphique 8
Taux d'intérêt du papier à 90 jours – Canada et États-Unis



Graphique 9
Taux de change du dollar canadien



L'indice des conditions monétaires

Note technique 3

L'indice des conditions monétaires (ICM) est une somme pondérée des variations qu'enregistrent le taux d'intérêt à court terme (taux du papier commercial à 90 jours) et le taux de change pondéré en fonction des échanges de base donnée. Depuis plusieurs années, la Banque du Canada utilise l'ICM comme cible opérationnelle dans la conduite de la politique monétaire. Parce que le Canada est une économie ouverte fonctionnant sous un régime de taux de change flottants, les mesures de politique monétaire qui s'y prennent influent sur la demande globale par le jeu à la fois du taux d'intérêt et du taux de change. C'est pourquoi la banque centrale ne peut faire abstraction des mouvements du taux de change lorsqu'elle décide de l'orientation de sa politique.

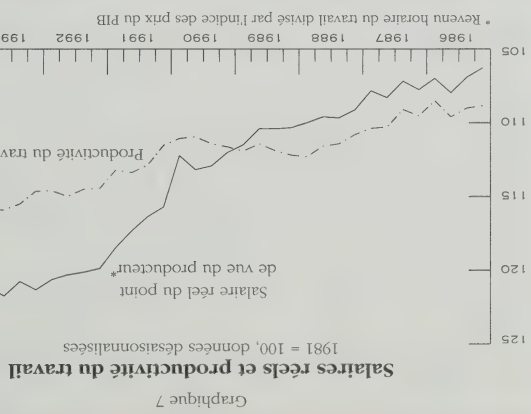
La pondération attribuée au taux d'intérêt par rapport au taux de change est de trois pour un; elle s'inspire des résultats d'un certain nombre d'études empiriques, qui ont cherché à estimer l'effet des variations de ces variables en termes réels sur la demande globale réelle sur un horizon de six à huit trimestres. Le poids relatif des deux taux dans l'ICM signifie que l'on estime qu'une variation d'un point de pourcentage (100 points de base) du taux d'intérêt réel a à peu près le même effet sur la demande globale au fil du temps qu'une variation de trois points de pourcentage du taux de change réel «effectif» (c.-à-d. défini par rapport aux monnaies des autres pays du G-10). À cause des délais de publication des indices de prix qui servent au calcul du taux de change effectif réel, la Banque suit généralement l'évolution de l'ICM en termes nominaux sur de courts horizons.

Une variation de l'ICM indique simplement le degré de resserrement ou d'assouplissement des conditions monétaires. Le niveau de l'ICM n'a en soi aucune signification puisqu'il représente une variation par rapport à une période de base choisie de façon arbitraire (en l'occurrence, janvier 1987, où l'ICM prend la valeur de zéro). Sur le plan conceptuel, l'ICM constitue, certes, une meilleure cible opérationnelle que les taux d'intérêt à court terme, mais cela n'implique pas que les opérations de la politique monétaire puissent être régées de façon machinale en fonction de l'ICM. Premièrement, l'ICM (pas plus que les taux d'intérêt d'ailleurs) ne peut servir de point d'ancrage nominal à la politique monétaire. Deuxièmement, les modifications soudainées des conditions monétaires varient avec les fluctuations de la demande et de l'offre globales. Par conséquent, les conditions monétaires doivent être conformes à l'évolution de l'inflation. Par exemple, une augmentation des prix relatifs des matières premières produites au Canada donne généralement lieu à un accroissement de la demande globale et, par ricochet, à une hausse du niveau souhaité de l'ICM.

Il importe de souligner que la Banque ne s'efforce pas, au jour le jour, de maintenir l'ICM à un niveau précis en ajustant les taux d'intérêt chaque fois que le taux de change bouge. Ce n'est que si le taux de change passait à une nouvelle fourchette de variation que la Banque essaierait de faire contre-poids à cette évolution en suscitant un mouvement compensatoire des taux d'intérêt. En outre, il arrive qu'elle ne puisse s'efforcer d'atteindre le niveau souhaité de l'ICM parce qu'il lui faut, temporairement, chercher à stabiliser les marchés.

3. Une cible opérationnelle est une variable sur laquelle la banque centrale peut exercer une influence assez directe en modifiant le réglage de son outil d'intervention. Au Canada, cet outil est la taille de son bilan.

4. La réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation



L'indice des conditions monétaires permet de mesurer l'incidence de la politique monétaire.

Il arrive que les mesures de politique monétaire soient appelées en priorité à rassurer des marchés agités.

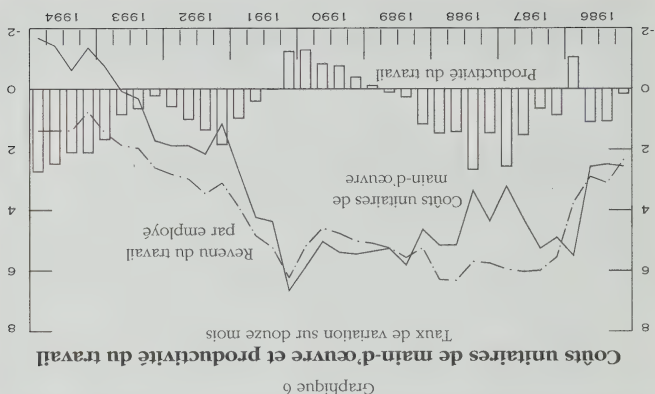
La Banque réévalue constamment le niveau des conditions monétaires propres à la réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation, mais il arrive que ses opérations doivent viser en priorité à rassurer des marchés agités. L'évolution des marchés financiers canadiens au cours de la dernière année a été fortement influencée par la nervosité et la volatilité qui se sont emparées des places financières internationales peu après que les autorités monétaires américaines eurent amorcé un relèvement des taux d'intérêt au début de février 1994. Ces facteurs externes se sont répercutés sur le Canada, où les investisseurs étaient déjà préoccupés par l'accroissement de la dette publique et la situation politique au Québec. Pendant tout le printemps, le dollar canadien s'est replié et les taux d'intérêt à court terme ont grimpé, ce qui s'est traduit par un resserrement sensible

nouveaux accords salariaux ont tout juste dépassé 1 % alors que, dans le secteur public, les salaires n'ont pas bougé ou ont même diminué.

Les gains de productivité ont aussi joué un rôle déterminant dans la maîtrise de l'ensemble des coûts. Depuis 1990, les entreprises canadiennes ont fait des investissements considérables pour tirer parti des nouvelles technologies. Elles ont été amenées à restructurer leurs opérations par un certain nombre de facteurs, notamment le sérieux effrénement de leur compétitivité entre 1987 et 1990, l'intensification de la concurrence sur les marchés mondiaux et l'avènement d'un climat de faible inflation. La restructuration commence à porter ses fruits, comme en témoignent les chiffres globaux de la productivité, mais il est encore trop tôt pour établir dans quelle mesure la croissance récente de cette dernière est supérieure à celle que l'on observe normalement au cours d'une reprise économique.

L'amélioration de la productivité, conjuguée à la modeste progression des salaires, a donné lieu à un repli constant des coûts unitaires de main-d'œuvre depuis plus d'un an (Graphique 6). Les profits ont fortement augmenté, particulièrement dans le secteur des ressources naturelles et le secteur manufacturier. Par conséquent, l'écart entre le niveau des salaires réels et la productivité qui s'était creusé au début des années 90 a commencé à se réduire (Graphique 7), ce qui constitue un facteur clé dans la poursuite des efforts visant à contenir les coûts de main-d'œuvre.

Enfin, l'accroissement du niveau général des prix a également été limité par la baisse des prix des machines et du matériel liée à la chute des prix des ordinateurs et par la diminution des coûts du logement.



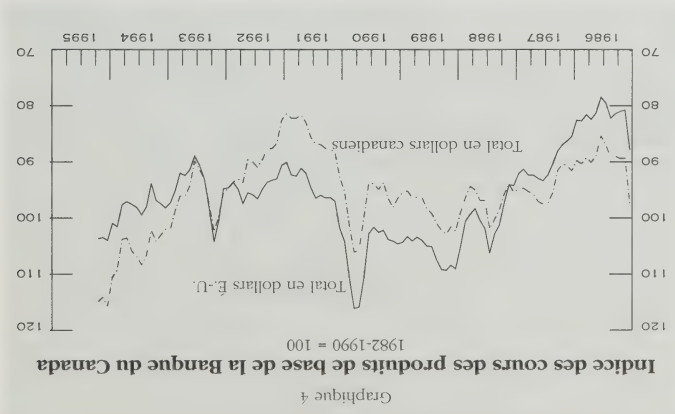
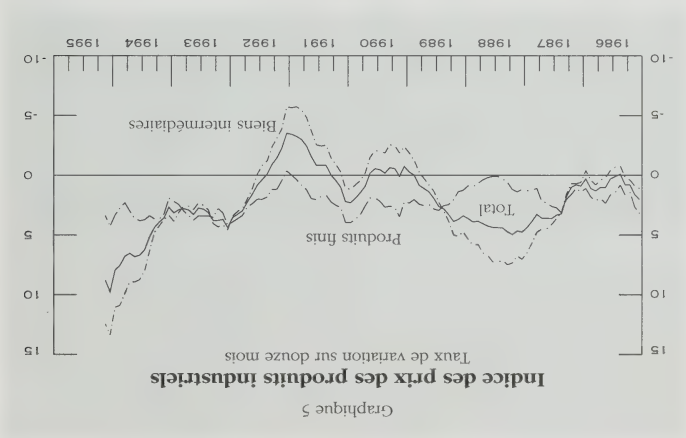
Le graphique ci-dessus illustre la relation entre la productivité du travail, le revenu du travail par employé et les coûts unitaires de main-d'œuvre. Les données sont présentées sous forme de barres empilées, montrant les variations annuelles de ces trois indicateurs de 1986 à 1994.

Les salaires, qui
augmentent que de 1 à 2 %
par an, ont été la dernière
année.

Ces hausses des cours des matières premières signifient aussi une augmentation appréciable des coûts pour les producteurs canadiens. Toutefois, dans l'ensemble de l'économie d'importants facteurs ont fait contrepoids à la croissance des coûts totaux et, par conséquent, à celle du niveau général des prix.

Les salaires, qui représentent la principale composante des coûts totaux, ont progressé à un rythme très modéré. Les hausses salariales ont, dans l'ensemble, oscillé entre 1 et 2 % durant la majeure partie de la dernière année. Dans le secteur privé, les augmentations consenties dans les

iii) La maîtrise des coûts et les autres facteurs



L'incidence des mouvements du taux de change sur le niveau général des prix dépend, en fin de compte, de la politique suivie par les autorités monétaires et des anticipations des agents du secteur privé au sujet de l'inflation. Cependant, les variations du taux de change ont généralement, dans un premier temps, des répercussions directes sur les prix des biens importés qu'englobent les diverses composantes de l'IPC.

On peut obtenir une approximation de la première vague d'effets que ces variations sont susceptibles d'avoir sur l'IPC en multipliant la dépréciation totale du taux de change par la part (20 % environ) des importations dans l'indice global. Toutefois, comme ces effets s'étalent dans le temps, il est difficile de les évaluer avec précision. Pour déterminer si une dépréciation se répercute sur les prix dans les proportions habituelles, on peut examiner le comportement de diverses composantes de l'IPC qui renferment une proportion relativement élevée de biens importés.

Les composantes énumérées dans le tableau ci-dessous regroupent environ 85 % des biens importés compris dans l'indice, alimentation et énergie exclues. La part estimative des importations dans chacune des composantes est multipliée par la dépréciation totale que le dollar canadien a connue de 1992 à 1994 (à peu près 20 %) pour produire une approximation de l'incidence totale de cette dépréciation sur les prix. Le chiffre obtenu est ensuite comparé aux variations que les indices de prix de ces composantes ont effectivement enregistrées durant cette période. Naturellement, il existe bien d'autres facteurs pouvant agir sur l'inflation, comme les variations des prix à l'étranger, la libéralisation des échanges, les progrès techniques et ce qu'il y ait une correspondance directe entre les deux séries de chiffres. La présence d'écarts considérables pourrait néanmoins être révélatrice.

Degré de transmission probable des variations du taux de change
Taux de variation cumulatifs, 1992-1994

	Part des importations	Effet estimé	Variation observée des prix
Véhicules automobiles	80,7	16,2	15,9
Meubles	29,6	5,9	3,3
Vêtements	38,3	7,7	2,0
Appareils ménagers	82,7	16,6	0,6
Livres, revues et journaux	61,5	12,4	-2,4
Appareils audiovisuels	82,7	16,6	-5,4

Ces résultats donnent à penser que des facteurs ont pu agir pour annuler l'incidence des mouvements du taux de change dans certains secteurs de l'économie. Il est difficile d'établir si les augmentations de prix ont simplement été retardées, auquel cas on pourrait observer un certain rattrapage des prix dans l'avenir à mesure que les circonstances se modifieront, ou si l'action compensatrice de ces facteurs revêt un caractère plutôt permanent.

ii) Le taux de change et les prix des produits de base

La dépréciation du dollar canadien peut avoir des répercussions importantes sur les prix. La part des produits importés dans le panier de l'IPC étant d'environ 20 %, la dépréciation enregistrée au cours des trois dernières années a eu un effet considérable et pourrait expliquer jusqu'à 1 point de pourcentage de la hausse enregistrée par l'IPC au cours de la dernière année.

C'est dans le prix des véhicules automobiles que transparaît avec le plus de netteté l'effet du recul du dollar canadien. Toutefois, ce recul semble ne s'être répercuté que partiellement sur les prix d'un certain nombre d'autres biens de consommation importés ou entrant en concurrence avec les produits importés. Dans la plupart des cas, l'intensification de la concurrence dans le commerce de détail et dans le secteur manufacturier a exercé des pressions à la baisse sur les prix (voir la Note technique 2).

Les cours mondiaux des produits de base (exprimés en dollars £.-U.) ont augmenté fortement l'an dernier. Les Canadiens, qui sont à la fois de gros producteurs et de gros consommateurs de matières premières, ont ressentis les effets de ces hausses de prix de diverses façons.

Le relèvement des cours des produits de base a été généralisé (Graphique 4). Fait important pour les producteurs canadiens, ce sont les prix des matières industrielles qui ont connu la hausse la plus forte. En effet, après être descendus très bas au cours de 1991 et 1992, ceux-ci se sont vivement redressés à la faveur de la reprise économique dans le monde. Parmi les produits de base dont les prix en dollars £.-U. ont fortement augmenté en 1994 se trouvent la pâte à papier (69 %), le papier journal (19 %) et les métaux communs tels que le nickel (60 %), le cuivre (67 %) et l'aluminium (70 %). L'effet de cette hausse sur les prix en dollars canadiens reçus par les producteurs canadiens de matières premières a été amplifié par la dépréciation du dollar canadien, ce qui se reflète dans l'augmentation notable de 9 % qu'a enregistrée l'Indice des prix des produits industriels au cours de l'année dernière (Graphique 5) et dans le relèvement marqué de l'ensemble des prix à l'exportation.

*La baisse du dollar et le
renchérissement des
produits de base ont
exercé des pressions à
la baisse sur le taux
global d'inflation.*

L'estimation de la production potentielle

Note technique 1

Le niveau de la production potentielle n'est pas observable. Pour l'estimer, il existe deux méthodes traditionnelles : i) la première consiste à choisir une période de base durant laquelle l'économie est présumée avoir tourné à plein régime et à postuler que la production potentielle s'est accrue à un rythme constant depuis; ii) dans la seconde, le taux de chômage non accélératoinniste (TCNA) est supposé constant, et l'écart correspondant sur le marché du travail est converti en une mesure de la production. Les mesures ainsi obtenues offrent des repères utiles, mais un examen de l'évolution passée de l'économie canadienne porte à croire qu'elles entraînent généralement des erreurs cumulatives dans la prévision de l'inflation.

Le personnel de la Banque du Canada s'y prend autrement pour mesurer la production potentielle : il estime la tendance de la productivité moyenne du travail et celle de l'offre de travail puis les combine afin d'obtenir une mesure tendancielle de la production potentielle. En premier lieu, il applique aux données une technique servant à mesurer les tendances, le filtre de Hodrick-Prescott. Puis il corrige les estimations des tendances obtenues afin de refléter certaines relations observées sur le marché du travail. Par exemple, comme une accélération de l'inflation s'accompagne habituellement d'une demande excédentaire sur ce marché, les chiffres de l'emploi sont pondérés de façon à accroître la probabilité que l'offre tendancielle de travail se situe au-dessous de l'emploi observé lorsque l'inflation s'accélère et au-dessus de ce dernier lorsqu'elle recule. D'autres éléments structurels sont également pris en compte, notamment une équation de chômage qui estime le TCNA à partir de variables structurelles, une relation de long terme entre le salaire réel et le niveau de la productivité et la loi d'Okun liant le chômage à la production.

Les estimations de la production potentielle ainsi obtenues sont influencées à la marge par les cycles de la production observée. En fait, la méthode utilisée attribue une partie des fluctuations de l'économie à des facteurs d'offre et une partie à des facteurs de demande, à la différence des méthodes traditionnelles. Aussi les estimations de l'écart entre la production observée et la production potentielle pour la période récente sont-elles généralement un peu plus faibles que celles obtenues au moyen des méthodes traditionnelles. Cette faiblesse relative s'explique également par le fait que la méthode utilisée par le personnel de la Banque s'appuie sur une déduction voulant que le TCNA se soit légèrement accru depuis 1990, en raison surtout d'une augmentation sensible des cotisations sociales des employeurs.

Cette mesure de l'écart de production, qui tient compte d'une vaste gamme de renseignements, explique assez bien le profil d'évolution de l'inflation. La méthodologie devrait s'améliorer à mesure que de nouveaux éléments relatifs à la structure de l'économie viendront s'y greffer.

Pour établir des projections de la production potentielle, le personnel de la Banque élabore une prévision concernant l'offre tendancielle de travail en se fondant sur une analyse de la croissance démographique, du taux d'activité de la population et des effets structurels que subit le TCNA. Il prépare aussi une projection de la productivité totale tendancielle des facteurs, qui tient compte des effets cycliques probables et d'une convergence graduelle hypothétique des niveaux de productivité entre le Canada et les États-Unis. Le stock de capital est fonction des niveaux projetés de l'investissement.

La méthode employée à la Banque pour mesurer la production potentielle s'appuie sur un plus grand nombre d'informations que les autres méthodes existantes. La marge d'erreur des mesures élaborées, que l'on évalue à ± 2 points de pourcentage au moins, reste cependant élevée. Celles-ci doivent donc être interprétées avec beaucoup de circonspection quand on les utilise dans la conduite de la politique monétaire.

Les exportations ont été le moteur de l'expansion en 1994.

une expansion qui a été plus vigoureuse qu'en 1993.

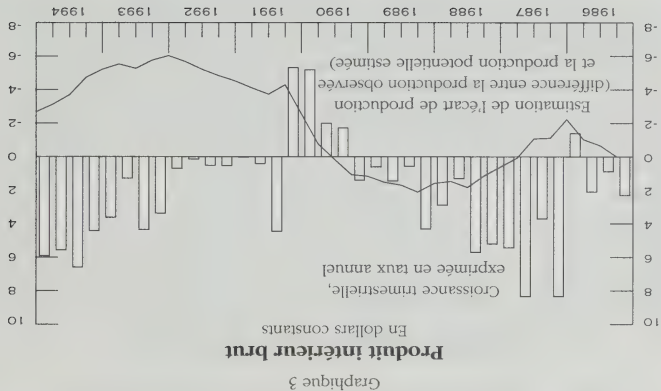
duction a entraîné une hausse des investissements et une nette poussée de la consommation au second semestre de l'année, mais les effets de la montée des taux d'intérêt se sont reflétés durant les derniers mois dans le recul des ventes de maisons et de véhicules automobiles.

Les consommateurs effectuant moins de gros achats, l'activité économique semble s'être ralentie au début de 1995 par rapport au second semestre de 1994. Toutefois, les indicateurs des exportations, des importations, des investissements ainsi que des expéditions et des commandes dans le secteur manufacturier témoignent de la poursuite d'une croissance robuste. Selon les chiffres dont nous disposons et compte tenu de l'incidence de la grève qui a paralysé le transport ferroviaire, la production globale aurait progressé de 3 % environ au premier trimestre de cette année.

Malgré la reprise de l'an dernier, l'économie canadienne affichait encore des capacités excédentaires à l'aube de 1995; d'après les estimations de la Banque, celles-ci représentaient un écart de production d'environ 2 1/2 % au quatrième trimestre de 1994, en baisse par rapport au niveau de 5 % observé un an plus tôt (voir la Note technique 1 et le

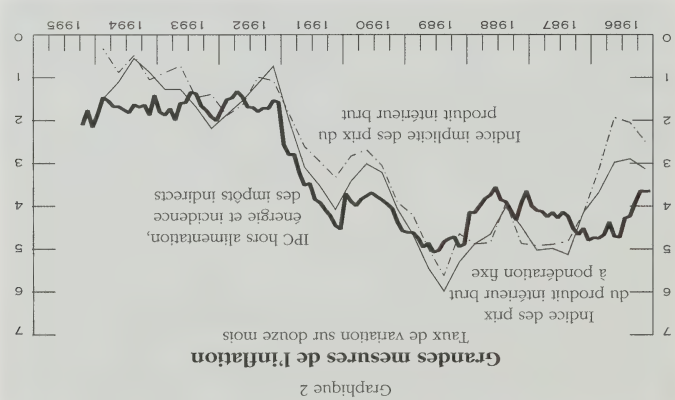
L'économie canadienne affiche encore des capacités excédentaires qui exercent des pressions à la baisse sur l'inflation.

Graphique 3).



rativement à 2,1 % pour le taux de l'inflation tendancielle, comme il a déjà été mentionné.

L'IPC est l'indicateur le plus important de l'inflation, mais d'autres grandes mesures révèlent aussi que l'inflation est restée faible. Le taux d'augmentation de l'indice des prix du produit intérieur brut (PIB) a été de 0,3 % en moyenne en 1994. L'indice des prix du PIB à pondération fixe, qui est également un bon indicateur de l'inflation tendancielle, a augmenté de 1,5 % au cours de la dernière année (Graphique 2).



Les facteurs qui influencent l'inflation

Les principaux facteurs qui ont agi sur l'évolution de l'inflation au cours de la dernière année ont été les capacités excédentaires de production et les ressources inutilisées sur le marché du travail. Par ailleurs, les attentes relatives à l'inflation se sont atténuées en raison des progrès importants accomplis dans la voie de la stabilité des prix. Parallèlement, certains mouvements de prix ont eu une incidence appréciable sur les mesures globales des prix à la consommation et à la production. Les pressions à la hausse sur les indicateurs globaux d'inflation sont venues de deux sources principales, soit l'augmentation des prix des produits de base et la dépréciation antérieure du dollar canadien. Pour sa part, le recul de certains prix, tout particulièrement ceux des ordinateurs et ceux de certains biens soumis à une concurrence accrue dans le commerce de détail, a eu une incidence à la baisse sur ces indicateurs de l'inflation.

i) La demande et l'offre globales

Avec un taux d'expansion de 5,6 %, l'économie canadienne s'est révélée nettement plus vigoureuse en 1994 que ce qu'on avait prévu en début d'année. Les exportations, en particulier celles de produits manufacturés, ont été le moteur de cette expansion, laquelle s'est généralisée par rapport à l'année précédente, car l'utilisation accrue des capacités de pro-

Les attentes relatives à l'inflation se sont atténuées au fur et à mesure que des progrès étaient accomplis dans la voie de la stabilité des prix

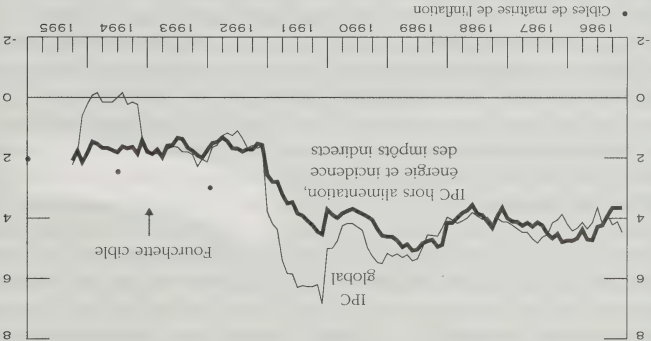
L'inflation et la fourchette cible

Mesurée en fonction du taux d'accroissement sur douze mois de l'indice de référence, l'inflation s'est maintenue dans la partie inférieure de la fourchette cible depuis le début de 1993. En mars 1995, le taux de l'inflation tendanciellement était de 2,1 %. Les limites de la fourchette cible, qui étaient de 1 1/2 et de 3 1/2 % au milieu de l'année 1994, baissent graduellement et s'établiront à 1 et 3 % à la fin de 1995 (Graphique 1).

Graphique 1

Indice des prix à la consommation

Taux de variation sur douze mois



Si le taux de l'inflation tendanciellement est resté relativement stable au cours de la dernière année, le taux de croissance de l'IPC global par contre a grimpé subitement à 1,8 % en février 1995, après avoir été presque nul au cours des douze mois précédents. L'écart observé en 1994 entre l'évolution des deux mesures est attribuable aux réductions, vers le début de 1994, des taxes fédérales et provinciales sur le tabac, qui ont provoqué un recul de l'IPC global estimé à 1,3 %. Les effets de ces réductions sur le taux d'inflation ont cessé de se faire sentir en février 1995. En outre, on estime que la légère hausse de ces taxes, qui s'est produite juste avant le dépôt du budget fédéral en février, et le relèvement des taxes sur l'essence annoncé dans ce budget ont fait augmenter l'IPC de presque 0,2 %.

Comme ces modifications d'impôts indirects n'ont qu'une incidence ponctuelle sur le niveau des prix, la Banque en a fait abstraction dans ses mesures de politique monétaire. Si elle avait constaté que ces modifications avaient influencé le profil de l'inflation tendanciellement, elle aurait jugé nécessaire d'intervenir.

Pour le reste de l'année 1995, le glissement annuel de l'IPC global sera probablement légèrement supérieur à celui de l'indice de référence, à cause de l'augmentation des prix des aliments et de l'énergie. En mars, le taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global a été de 2,2 %, compa-

Outre l'IPC, la Banque prend en considération d'autres indicateurs de l'inflation.

Le taux de l'inflation s'est maintenu à l'intérieur de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation depuis le début de 1993.

3. L'évolution récente de l'inflation

Si la décision d'axer la politique monétaire sur la stabilité des prix est fondamentale, et revêt donc un caractère plutôt permanent, le choix des mesures à prendre, quant à lui, doit être régulièrement réexaminé. Ce choix s'appuie sur une évaluation des facteurs de nature économique qui influencent l'inflation, en particulier la vigueur de la demande globale par rapport à l'offre globale. Il convient, avant d'aborder ces facteurs, de souligner deux points.

En premier lieu, il est important, lorsqu'on analyse des mesures globales de l'inflation, d'établir une distinction entre les variations du niveau général des prix et celles des prix relatifs. Il y a inflation lorsque persiste dans le temps le mouvement de hausse généralisée des prix des biens et services. La stabilité des prix est la situation inverse : elle désigne l'absence d'augmentation persistante du prix moyen des biens et services.

Ainsi, tant l'inflation que la stabilité des prix sont exprimées en fonction de l'évolution du niveau général, ou moyen, des prix. Cela ne revient pas à dire que les prix des articles, considérés individuellement, ne varient pas. Dans les deux cas – celui d'une inflation généralisée et celui de la stabilité des prix –, certains prix augmentent par rapport à d'autres, tandis que certains baissent. Ce sont de tels mouvements des prix les uns par rapport aux autres qui signalent le besoin d'affecter plus ou moins des ressources à un secteur de production².

En second lieu, compte tenu des nombreux facteurs et des décalages qui entrent dans le processus d'inflation, il est important d'analyser plus d'un indicateur de l'évolution des prix. En plus de l'IPC, les mesures globales des prix à la production méritent d'être prises en considération. Les prix que paient les consommateurs canadiens peuvent différer de ceux qu'obtiennent les producteurs canadiens parce que les biens produits au Canada ne sont pas tous consommés au pays et que de nombreux produits consommés ici sont fabriqués à l'étranger. Les fluctuations du taux de change et les variations des impôts indirects peuvent aussi influencer différemment sur les mesures globales de l'évolution des prix à la consommation et à la production.

1. On fait ici abstraction de la question des biais de mesure que peut comporter un indice d'inflation. L'IPC, par exemple, peut être entaché de biais causés par la composition fixe du panier de biens pris en compte, par l'exclusion des nouveaux produits de ce panier, par les changements de qualité des produits et par les déplacements des parts de marché entre des détaillants ayant des stratégies de prix différentes. Toutefois, le biais total dans l'IPC, selon des recherches faites à la Banque, est estimé à moins de 0,5 % par an. Voir Allan Crawford, «Note technique : Les biais de la mesure de l'IPC canadien», *Revue de la Banque du Canada*, été 1993.

2. Un des avantages de la stabilité des prix exposés en annexe est que les mouvements des prix relatifs deviennent plus faciles à discerner comme tels, puisqu'on ne peut les confondre avec des hausses générales de prix.

2. Les cibles de maîtrise de l'inflation

En février 1991, le gouvernement et la Banque du Canada ont établi une trajectoire pour la réduction du taux d'inflation. Le but visé était de ramener progressivement l'inflation (mesurée par l'indice des prix à la consommation, ou l'IPC) au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. En décembre 1993, ils ont convenu de conserver cette fourchette cible jusqu'à la fin de 1998, s'engageant ainsi à maintenir le taux d'inflation dans la fourchette de 1 à 3 %, avec 2 % comme point médian. Ils ont également convenu d'arrêter d'ici 1998 une fourchette cible pour l'évolution de l'IPC qui serait compatible avec la stabilité des prix.

Les cibles de maîtrise de l'inflation fournissent des renseignements sur les objectifs précis que les mesures de politique monétaire de la Banque du Canada viseront à moyen terme. Ces renseignements devraient aider le public et les marchés financiers à mieux comprendre les mesures que prend la Banque. Par ailleurs, les cibles constituent un bon critère d'évaluation de la façon dont cette dernière s'acquitte de ses fonctions et lui permettent ainsi de mieux rendre compte de ses activités.

Les cibles de maîtrise de l'inflation sont établies en fonction de l'indice des prix à la consommation. Principal outil de mesure de la variation des prix des biens et services achetés par les consommateurs, l'IPC fournit la plupart des Canadiens, l'indicateur le plus pertinent de l'inflation. L'IPC comporte également un certain nombre d'avantages pratiques : il est établi tous les mois et publié rapidement, il est de bonne qualité et il n'est à peu près jamais soumis à des révisions.

Bien que les cibles soient exprimées en fonction de l'IPC global, la Banque du Canada utilise un indice de référence de l'inflation tendanciel, qui exclut les aliments, l'énergie et l'incidence des modifications temporaires des prix des aliments et de l'énergie, de même qu'aux modifications des impôts indirects. Elle fait appel à un tel indice parce qu'une bonne partie des variations de l'IPC global est attribuable à des mouvements des impôts indirects. Elle fait appel à un tel indice parce qu'une bonne partie des variations de l'IPC global est attribuable à des mouvements des impôts indirects. Sur de longues périodes toutefois, les deux indices tendent à afficher des profils d'évolution similaires. Par conséquent, lorsque l'indice de référence suit la trajectoire cible établie en matière d'inflation, il devrait, dans la plupart des cas, en être sensiblement de même de l'IPC global. Si les deux indices devaient conserver des profils d'évolution divergents, la Banque corrigerait la trajectoire visée pour l'indice de référence de façon à ramener l'IPC global à l'intérieur de la fourchette cible.

Les effets de la politique monétaire se font sentir lentement, sur un horizon d'un à deux ans. C'est pourquoi la Banque du Canada doit adopter une perspective à moyen terme lorsqu'elle cherche à atteindre ses cibles de maîtrise de l'inflation.

La Banque du Canada vise à maintenir l'inflation à un niveau stable.

La Banque du Canada vise à maintenir l'inflation à un niveau stable.

La Banque du Canada vise à maintenir l'inflation à un niveau stable.

La Banque du Canada vise à maintenir l'inflation à un niveau stable.

1. Introduction

Le présent document constitue le premier d'une série de rapports semestriels sur la politique monétaire canadienne que publiera la Banque du

Canada.

Le contenu de ce rapport reflète le cadre de mise en oeuvre de la politique monétaire que définissent les trois éléments suivants : i) un

objectif clair; ii) une perspective à moyen terme (les mesures de politique monétaire ne faisant sentir pleinement leurs effets sur l'économie qu'avec

un long décalage); iii) la reconnaissance du fait que la politique monétaire exerce son action par le jeu des taux d'intérêt et du taux de change.

La politique monétaire menée au Canada a pour objectif ultime de favoriser la bonne tenue générale de l'économie. Et c'est en maintenant la

confiance dans la valeur de la monnaie par l'entremise de la stabilité des prix qu'elle peut contribuer à la réalisation de cet objectif. La stabilité des

prix est donc un moyen de parvenir à une fin et non une fin en soi. Les avantages de la stabilité des prix — ou les torts que l'inflation cause aux

Canadiens — sont examinés de façon plus détaillée dans une annexe au

présent rapport.

La Banque s'est engagée, en 1991, à atteindre des cibles explicites de maîtrise de l'inflation qui constituent des jalons sur la voie de la stabilité

des prix, et cet engagement commence à porter ses fruits.

La baisse du taux tendanciel d'inflation à des niveaux se situant entre 1 1/2 et 2 % au cours des trois dernières années a joué un rôle clé dans

l'amélioration de la tenue de l'économie canadienne. La politique monétaire doit maintenant s'atteler à favoriser une expansion durable en faisant

en sorte que le niveau de l'activité n'excède pas la capacité de l'économie

de produire des biens et des services.

Cela signifie que la Banque doit veiller, au fur et à mesure que sont absorbées les dernières capacités inutilisées, à ce que les conditions

monétaires (c'est-à-dire l'effet conjugué des taux d'intérêt et du taux de change sur la demande globale) soient suffisamment restrictives pour pré-

venir la résurgence de pressions inflationnistes. Si on laissait la dépense croître au-delà de la capacité de production de l'économie, les pressions

inflationnistes s'accumuleraient et les chances que l'expansion écono-

Les données que renferme le présent rapport s'arrêtent au 21 avril 1995.

Le rapport sur la

*politique monétaire sera
publié tous les six mois,*

soit en mai et en

novembre.

*La politique monétaire a
pour objectif de favoriser
la bonne tenue de
l'économie au moyen de
la stabilité des prix.*

Table des matières

1. Introduction	3
2. Les cibles de maîtrise de l'inflation	4
3. L'évolution récente de l'inflation	5
L'inflation et la fourchette cible	6
Les facteurs qui influencent l'inflation	7
4. La réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation	14
5. Les perspectives en matière d'inflation	18
La demande et l'offre globales	18
Les effets des variations du taux de change	19
Les mesures des attentes relatives à l'inflation	20
Les autres indicateurs	20
6. Conclusions	22
Références	22
Annexe : Les avantages de la stabilité des prix	23

L'année 1995 marque le soixantième anniversaire de la Banque du Canada, qui a ouvert ses portes le 11 mars 1935. Pour souligner l'occasion, nous avons décidé d'illustrer la couverture du présent rapport du premier dollar d'argent émis au Canada. Cette pièce, ornée d'un motif évocateur conçu par le sculpteur Emanuel Hahn, a été frappée en 1935.

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

893-49-90-514
CN ISSN 1201-8783

Imprimé au Canada sur papier recyclé

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— mai 1995 —



173
56

MONETARY POLICY REPORT

— May 1995 —

Summary

This is the first issue of a regular report on monetary policy that will appear twice a year in May and November. The report examines economic developments and the behaviour of inflation over the recent past. It also looks at the implications of the current economic climate for future inflation.

The goal of Canadian monetary policy is to promote good economic performance through price stability. The decline of inflation rates to the low levels of the past three years has been fundamental to Canada's strong economic recovery. Now the challenge for monetary policy is to encourage a rate of monetary expansion that is consistent with the economy's growth potential. If spending in the economy were to expand beyond the capacity to produce, inflationary pressures would mount, and the prospects for a steady and sustained economic expansion would be cut short.

Inflation-control targets

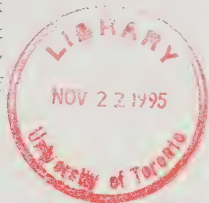
The bank is committed to achieving specific inflation-control targets. The goal set in 1991 by the government and the Bank was a gradual reduction in inflation to the midpoint of a target band of 1 to 3 per cent by the end of 1995. This target band was recently extended to the end of 1998. These targets clarify the objective of monetary policy and give the public a basis upon which to judge the appropriateness of the Bank's actions. These actions work slowly

through the economy, taking effect over one to two years.

The targets relate to the consumer price index (CPI), the most familiar measure of inflation for most Canadians. In its conduct of monetary policy, the Bank uses a core measure of the CPI that excludes the volatile food and energy components as well as the effects of changes in indirect taxes.

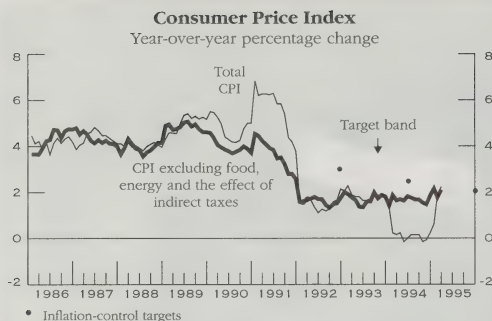
Recent developments in inflation

Judgments about what policy action should be taken require regular reconsideration. This involves assessing the factors affecting inflation, especially the strength of aggregate demand relative to the production capacity of the economy.



Contents

- INFLATION-CONTROL TARGETS
- RECENT DEVELOPMENTS IN INFLATION
- FACTORS AT WORK ON INFLATION
- ACHIEVING THE INFLATION-CONTROL TARGETS
- THE OUTLOOK FOR INFLATION



It is also important to analyse more than one indicator of price change.

Core inflation has been consistently within the Bank's inflation-control target band since early 1993. As of March 1995 it was running at an annual rate of 2.1 per cent. The total CPI jumped sharply in early 1995, from close to zero over the previous twelve months. Since this movement reflected the one-time nature of the effects on the total CPI of reduced tobacco taxes in early 1994, the Bank has not responded in terms of monetary policy actions.

Other broad measures of inflation, such as the rate of increase in gross domestic product (GDP) deflators, also indicate that inflation has remained low.

Factors at work on inflation

The most important factors affecting inflation in the last year have been excess capacity in product markets and slack in the labour market.

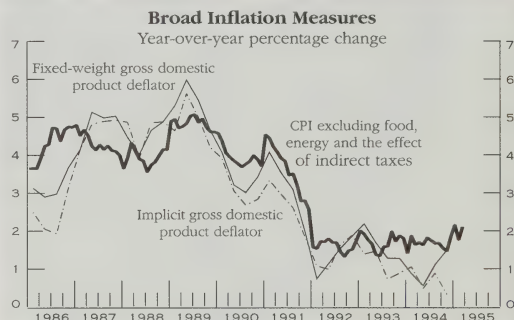
During 1994, exports led the expansion in the Canadian economy, which at 5.6 per cent was considerably stronger than expected. Despite this rapid rate of growth, the economy still had excess capacity going into 1995.

A depreciating dollar and resulting higher import prices have been a source of upward pressure on prices. The sharp rise in world commodity prices in 1994

combined with depreciation of the Canadian dollar to produce a large increase in the prices received by Canadian producers of raw materials. For other Canadian producers, these commodity price increases represent a significant rise in costs. However, there have been other factors working to contain total costs and thus aggregate prices.

Wages have risen only 1 to 2 per cent over the past year, and productivity has increased. The result has been lower unit labour costs and higher profits. Aggregate price inflation has also been restrained by lower housing prices and by lower costs for machinery and equipment because of falling computer prices.

All in all, it would appear that expectations of future inflation have declined as actual inflation has fallen.



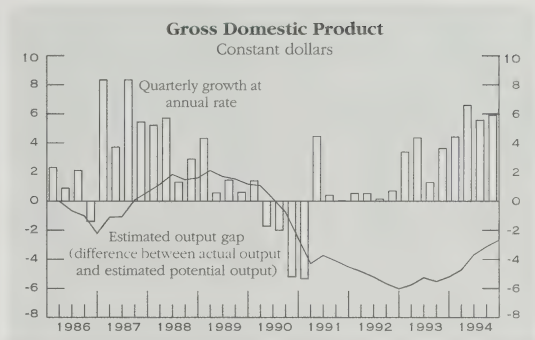
Achieving the inflation-control targets

When monetary policy actions are taken, the Bank uses the concept of monetary conditions to capture the influence on the economy of both short-term interest rates and the trade-weighted exchange rate. The monetary conditions index (MCI) constructed by the Bank combines both variables and provides a measure of the tightening or easing in the stance of monetary policy.

At times, monetary policy operations must give precedence to steadying nervous markets. During the past year, volatility in world financial markets spilled over into Canada, where investors were already concerned about the rising level of public debt and about the political situation in Quebec. Throughout the spring, the dollar weakened and short-term interest rates rose sharply, the net outcome being a tightening of monetary conditions.

To increase the transparency of its operations, the Bank established at mid-year an operational target range for the overnight interest rate, the rate most directly affected by its monetary policy actions.

As markets stabilized through the summer, the Bank lowered the range for overnight rates on three occasions. In December, investors became worried about further tightening by the Federal Reserve and its effect on Canadian rates. This was exacerbated by the Mexican currency crisis later in the month. As the Canadian dollar weakened further and short-term interest rates rose sharply, the Bank raised its target for the overnight rate five times in January and February, primarily to calm markets. A tightening in monetary conditions was also warranted as the momentum in the economy continued to be strong and the amount of slack diminished. By March, monetary



conditions were about two percentage points higher than a year earlier.

The outlook for inflation

Canada's external economic environment remains positive. Although the Bank feels that the U.S. economy is in a state of excess demand, there is little evidence to date of increased inflationary pressure. The Federal Reserve has raised short-term interest rates, which appears to be slowing the rate of expansion to a more sustainable pace.

In overseas countries, apart from Japan, the recovery is expected to remain relatively robust. In Japan, output should also be up this year, albeit at a very modest rate.

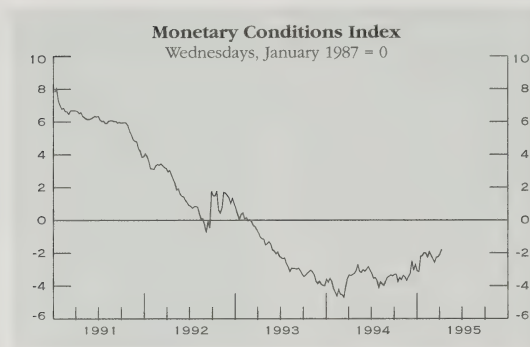
While external demand should remain strong, domestic demand is likely to be held back by the recent rise in interest rates and by government restraint.

Overall, it is expected that total demand will continue to expand at a solid pace through 1995. While the output gap should close further during the year, it will continue to be a source of downward pressure on inflation.

Potentially working in the other direction is the effect on prices of past exchange rate depreciation that may not yet have worked through the economy.

Unit Labour Costs and Labour Productivity
Year-over-year percentage change





There appears to be some risk that pressure from this source could push core CPI inflation above the midpoint of the target band during 1995, but only temporarily.

Recent surveys of Canadian business attitudes and of Canadian forecasters put inflation expectations within the Bank's target band.

The monetary aggregates also support an outlook of low inflation as well as continued expansion of the economy but at a rate below that of 1994.

When all these factors are considered, the current outlook for inflation is in line with the Bank's inflation-control targets.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually. Copies of the full report and of the *Summary* may be obtained by contacting: Publications Distribution, Secretary's Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9; telephone (613) 782-8248.

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

- mai 1995 -

Sommaire

Le présent document est un sommaire de la première livraison d'un rapport sur la politique monétaire qui sera publié deux fois l'an, en mai et en novembre. Le rapport traite de la conjoncture économique et de l'évolution de l'inflation au cours des derniers mois. Il examine également l'incidence que le climat économique actuel pourrait avoir sur l'évolution future de l'inflation.

L'objectif de la politique monétaire menée au Canada est de contribuer à la bonne tenue de l'économie par l'entremise de la stabilité des prix. Le repli de l'inflation à de faibles niveaux au cours des trois dernières années a été déterminant dans la forte reprise économique que le Canada a connue. La politique monétaire doit maintenant favoriser un rythme d'expansion de la masse monétaire qui soit compatible avec le potentiel de croissance de l'économie. Si on laissait la dépense croître au-delà de la capacité de production de l'économie, les pressions inflationnistes s'accumuleraient et les chances que l'expansion économique soit durable et soutenue seraient grandement réduites.

Les cibles de maîtrise de l'inflation

La Banque s'est engagée à atteindre des cibles précises de maîtrise de l'inflation. L'objectif établi en 1991 par le gouvernement et la Banque était de ramener progressivement l'inflation au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995.

Plus récemment, il a été annoncé que cette fourchette serait maintenue jusqu'à la fin de 1998. Les cibles de maîtrise de l'inflation aident à mieux comprendre l'objectif que poursuit la politique monétaire et à fournir au public un critère d'évaluation de la pertinence des mesures prises par la Banque. Ces mesures agissent lentement dans l'économie, leurs effets pouvant prendre de un à deux ans avant de se faire sentir.

Les cibles sont établies en fonction de l'indice des prix à la consommation (IPC), qui est l'indicateur de l'inflation que la plupart des Canadiens connaissent le mieux. Dans la conduite de sa politique monétaire, la Banque utilise un indice de référence de l'inflation tendancielle, qui exclut les aliments, l'énergie et l'incidence des modifications des impôts indirects.

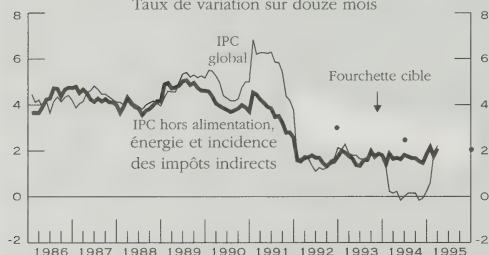


Dans ce sommaire :

- LES CIBLES DE MAÎTRISE DE L'INFLATION
- L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION
- LES FACTEURS QUI INFLUENCENT L'INFLATION
- LA RÉALISATION DES CIBLES DE MAÎTRISE DE L'INFLATION
- LES PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'INFLATION

Indice des prix à la consommation

Taux de variation sur douze mois



• Cibles de maîtrise de l'inflation

L'évolution récente de l'inflation

Le choix des mesures à prendre doit être régulièrement réexaminé. Il faut notamment évaluer les facteurs de nature économique qui influencent l'inflation, en particulier la vigueur de la demande globale par rapport à la capacité de production de l'économie. Il importe aussi d'analyser plus d'un indicateur des variations des prix.

Le taux de l'inflation tendancielle s'est maintenu depuis le début de 1993 dans les limites de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation fixée par la Banque. En mars 1995, il s'établissait, en rythme annuel, à 2,1 %. Le taux de croissance de l'IPC global a fortement grimpé durant les premiers mois de 1995, après avoir été presque nul au cours des douze mois précédents. Comme cette hausse reflétait l'incidence ponctuelle sur le niveau de l'IPC global des réductions des taxes sur le tabac entrées en vigueur au début de 1994, la Banque en a fait abstraction dans ses mesures de politique monétaire.

D'autres grandes mesures de l'inflation, comme le taux d'augmentation des indices de prix du produit intérieur brut (PIB), indiquent aussi que l'inflation est restée faible.

Les facteurs qui influencent l'inflation

Les principaux facteurs qui ont agi sur l'évolution de l'inflation au cours de la dernière

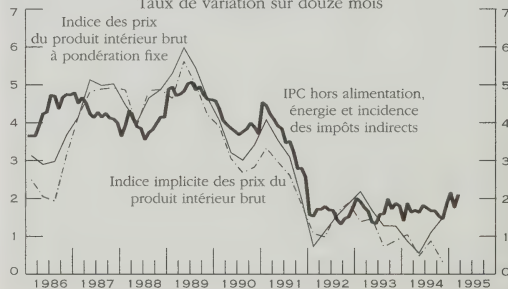
année ont été les capacités excédentaires de production et les ressources inutilisées sur le marché du travail.

Les exportations ont été le moteur de l'expansion de l'économie canadienne en 1994, laquelle a été, avec un taux d'accroissement de 5,6 %, beaucoup plus forte que prévu. Malgré la vigueur du rythme de la croissance, l'économie affichait encore des capacités excédentaires au début de 1995.

La dépréciation du dollar et l'augmentation des prix des importations qui en a résulté ont exercé des pressions à la hausse sur les prix. La vive progression enregistrée par les cours mondiaux des produits de base en 1994, conjuguée au repli du dollar canadien, a provoqué un accroissement notable des prix obtenus par les producteurs canadiens de matières premières. Pour les autres producteurs canadiens, ces hausses des cours des matières premières signifient une augmentation appréciable des coûts. Toutefois, certains facteurs ont fait contrepoids à la croissance des coûts totaux et, par conséquent, à celle du niveau général des prix.

Grandes mesures de l'inflation

Taux de variation sur douze mois



Les salaires n'ont augmenté que de 1 à 2 % au cours de la dernière année, et la productivité s'est améliorée, ce qui a donné lieu à un repli des coûts unitaires de main-d'œuvre et à une hausse des pro-

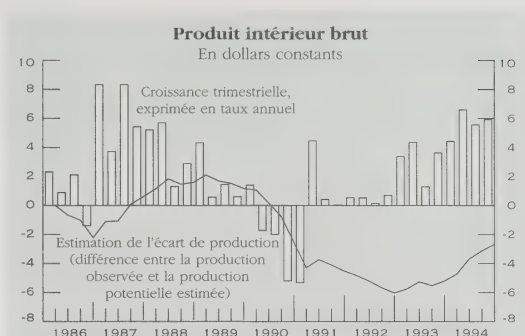
fits. L'accroissement du niveau général des prix a également été limité par la baisse des prix des machines et du matériel liée à la chute des prix des ordinateurs et par la diminution des coûts du logement.

En somme, les attentes relatives à l'inflation semblent s'être modérées au fur et à mesure que baissait le taux d'inflation observé.

La réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation

Au moment où elle décide des mesures de politique monétaire à prendre, la Banque s'appuie sur le concept de conditions monétaires pour saisir l'influence combinée que les taux d'intérêt à court terme et le taux de change pondéré en fonction des échanges commerciaux ont sur l'économie. L'indice des conditions monétaires (ICM) construit par la Banque, qui réunit les deux variables, indique le degré de resserrement ou d'assouplissement de la politique monétaire.

Il arrive que les mesures de politique monétaire soient appelées en priorité à rassurer des marchés agités. Au cours de la dernière année, la volatilité qui s'est emparée des marchés financiers mondiaux s'est répercutée sur le Canada, où les investisseurs étaient déjà préoccupés par l'accroissement de la dette publique et la situation politique au Québec. Durant le printemps, le dollar canadien s'est affaibli et les taux d'intérêt à court terme ont



grimpé, ce qui a donné lieu à un resserrement des conditions monétaires.

Pour accroître la transparence de ses opérations, la Banque a établi, vers le milieu de l'année, une fourchette cible pour le taux du financement à un jour, qui est le taux sur lequel les mesures de politique monétaire agissent le plus directement.

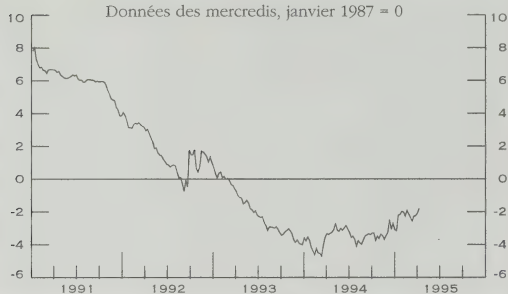
Durant l'été, comme les marchés se calmaient, la Banque a abaissé à trois reprises cette fourchette cible. En décembre, les investisseurs ont commencé à craindre un nouveau durcissement de la politique de la Réserve fédérale et à s'inquiéter des répercussions que cela pourrait avoir sur le loyer de l'argent au Canada. La crise monétaire qui a éclaté au Mexique à la fin du mois est venue exacerber la situation. Devant le nouveau repli du dollar canadien et la vive remontée des taux d'intérêt à court terme, la Banque a relevé la fourchette cible pour le taux à un jour à cinq reprises en janvier et février, principalement dans le but de calmer les marchés. Le dynamisme dont l'économie continuait de faire montre et la diminution des capacités excédentaires justifiaient aussi un nouveau resserrement des conditions monétaires. En mars 1995, l'ICM avait augmenté de quelque 2 points de pourcentage par rapport à mars 1994.

Coûts unitaires de main-d'œuvre et productivité du travail



Indice des conditions monétaires

Données des mercredis, janvier 1987 = 0

***Les perspectives en matière d'inflation***

La conjoncture économique internationale dans laquelle se trouve le Canada demeure favorable. Même si, selon la Banque, l'économie américaine affiche une demande excédentaire, il n'y a guère de signes de tensions inflationnistes accrues jusqu'à maintenant. La Réserve fédérale a haussé les taux d'intérêt à court terme, ce qui semble en voie de ramener l'expansion à un rythme qui peut être soutenu.

Dans les pays d'outre-mer, à l'exception du Japon, la reprise devrait demeurer assez robuste. La production devrait aussi croître au Japon cette année, mais à un rythme très modeste.

Si la demande extérieure est censée rester vigoureuse, la demande intérieure risque par contre d'être freinée par la

récente hausse des taux d'intérêt et par la politique d'austérité suivie dans le secteur public.

Dans l'ensemble, on prévoit que la demande globale continuera de croître à un bon rythme tout au long de 1995. Même si l'on s'attend à ce que l'écart de production s'amenuise davantage pendant l'année, celui-ci demeurera une source de pressions à la baisse sur l'inflation.

En revanche, l'incidence sur les prix de la dépréciation passée du taux de change, si elle ne s'est pas encore totalement fait sentir dans l'économie, pourrait jouer en sens contraire. Il se pourrait donc que des pressions à la hausse dues à ce facteur poussent le taux de l'inflation tendancielle au-dessus de la médiane de la fourchette cible au cours de 1995, mais cette poussée ne serait que temporaire.

Selon des enquêtes menées récemment auprès d'entreprises et d'organismes de prévision canadiens, ceux-ci s'attendent à ce que l'inflation se situe dans les limites de la fourchette cible établie par la Banque.

Le comportement des agrégats monétaires laisse également présager que l'inflation restera faible et que l'expansion économique se poursuivra, mais à un rythme inférieur à celui qui a été observé en 1994.

Tout bien considéré, les perspectives actuelles en matière d'inflation sont conformes aux cibles de maîtrise de l'inflation que vise la Banque.

Le Rapport sur la politique monétaire de la Banque du Canada est publié deux fois par an. Pour recevoir des exemplaires du Rapport au complet et du Sommaire, veuillez vous adresser au Service de la diffusion des publications, Secrétariat, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada, K1A 0G9, ou composer le (613) 782-8248.

CAI
FNT3
MSG

BANK OF CANADA

Gouvernement
Publication

MONETARY POLICY REPORT

November 1995



This year is the sixtieth anniversary of the Bank of Canada, which commenced operations on 11 March 1935. To mark the occasion, our cover features Canada's first silver dollar, struck in 1935 and featuring the evocative design of sculptor Emanuel Hahn.

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

892 49-90-514
CN ISSN 1201-8783

Printed in Canada on recycled paper

Contents

1. Introduction	3
2. Inflation-Control Targets	3
3. Recent Developments in Inflation	4
Inflation and the target band	4
Factors at work on inflation	6
4. Achieving the Inflation-Control Targets	13
5. The Outlook for Inflation	17
Aggregate demand and supply	17
Exchange rate and commodity-price effects	18
Measures of inflation expectations	19
Monetary indicators	20
6. Conclusions	23
Bibliography	24

1. INTRODUCTION

This is the second in a series of semi-annual reports designed to increase the transparency and understanding of Canadian monetary policy.

As discussed in the first *Monetary Policy Report* published last May, the best contribution that monetary policy can make to good overall economic performance is to preserve confidence in the value of money through price stability. To this end, for the past 4 1/2 years the Bank of Canada has successfully pursued inflation-control targets along a path towards price stability.

The inflation-control targets establish the specific objective to which monetary policy will be directed over the medium term. Thus, the basic task of monetary policy can be summarized as encouraging a trend rate of monetary expansion that is consistent with the achievement of these targets and, thereafter, with price stability. Because of the long lags between the Bank's policy actions and their ultimate effect on inflation, monetary policy decisions must be forward-looking. Moreover, in deciding on the appropriate actions required to meet its targets, the Bank faces many uncertainties as to how the future will unfold. Accordingly, monetary policy decisions must be made on the basis of projections of an uncertain future and must also respond to unexpected events.

Since the last *Report*, the Canadian economy has been weaker than expected, and the degree of slack in labour and product markets has been correspondingly greater. Thus, the economic forces that work to reduce inflation have intensified over the past six months. These circumstances prompted the Bank to take action to ease monetary conditions in the late spring and early summer. However, monetary conditions subsequently tightened as the Bank was cautious in its actions to offset a strengthening Canadian dollar given the narrowing of short-term interest rate differentials with the United States at a time of political uncertainty.

This is the second in a series of semi-annual reports on Canadian monetary policy. The next Report will appear in May 1996.

2. INFLATION-CONTROL TARGETS

In December 1993, the government and the Bank of Canada set out a target path for inflation extending from the end of 1995 to the end of 1998. The objective is to keep inflation inside a band of 1 to 3 per cent, with a midpoint of 2 per cent, during that period. By 1998, a decision will be reached on a future target range that is consistent with price stability.

The inflation-control targets are specified in terms of the consumer price index (CPI). However, there is a good deal of movement in the CPI caused by transitory fluctuations in the prices of food and energy as well as by changes in indirect taxes. As a result, the Bank focusses on the CPI

The inflation-control band for year-end 1995 is 1% to 3%.

This text includes information received to 20 October 1995.

excluding food, energy and the effect of indirect taxes. This measure is referred to as the *core* CPI. Over longer periods of time, the measures of inflation based on the total CPI and the core CPI tend to follow similar paths. Therefore, achieving the target path for core CPI inflation should lead to similar movements for total CPI inflation over time. In the event of persistent differences between the trends of the two measures, the Bank would adjust its desired path for core CPI inflation so that total CPI inflation would come within the target band.

3. RECENT DEVELOPMENTS IN INFLATION

Inflation is the outcome of excessive monetary expansion.

Inflation is ultimately the product of excessive monetary expansion, but the transmission mechanism is long and complex. It involves a series of linkages, leading from the Bank's responses to economic and financial developments to the rate of inflation. What is crucial to the analysis of trend inflation is the extent to which monetary expansion accommodates or encourages a pace of aggregate demand that puts persistent pressure on aggregate supply.

Given the lags in the transmission mechanism, monetary policy must be conducted with an eye to the factors that are likely to influence inflation a year or two into the future. Current rates of inflation cannot simply be projected forward. In particular, the fundamental supply/demand factors that drive inflation must be distinguished from transitory factors. It could prove counterproductive for policy to react to movements in inflation that are temporary and therefore inherently self-correcting. The price disturbances that are of concern to the Bank are those that feed into expectations about future inflation and in turn lead to a higher, or lower, trend inflation rate than the policy objective. Identifying these disturbances requires an examination of various measures of inflation and a coherent explanation for their behaviour over time.

Inflation and the target band

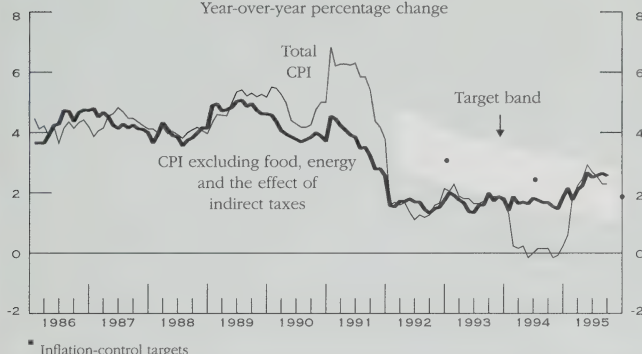
Core inflation has been consistently within the target band since early 1993 ...

Inflation, as measured by the 12-month rate of increase in the core CPI, has moved into the upper half of the target band over the last six months, as anticipated in the previous *Report*. As of September 1995, core inflation was running at a 12-month rate of 2.6 per cent, compared with a high of 2.7 per cent reached in May (Chart 1). The 12-month rate of increase in the total CPI was 2.3 per cent, down from a peak of 2.9 per cent in May.

Chart 1

Consumer Price Index

Year-over-year percentage change



but has recently moved into the upper half of the range.

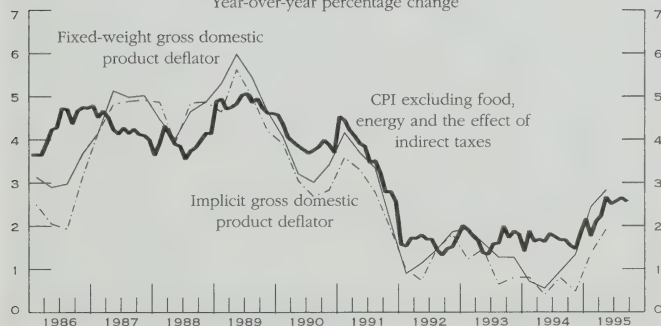
Other broad measures of price inflation have also picked up in 1995. The year-over-year rate of increase of the implicit gross domestic product (GDP) deflator averaged 1.6 per cent in the first half of 1995, compared with an average rate of 0.6 per cent during 1994. The fixed-weight GDP deflator, which adjusts for the effects of changes in the composition of spending, rose 2.6 per cent on average during the first half of 1995 on a year-over-year basis, up from around 1 1/2 per cent at the end of 1994 (Chart 2).

Other broad measures of inflation also rose in the first half of 1995.

Chart 2

Broad Inflation Measures

Year-over-year percentage change



Factors at work on inflation

Excess capacity in product markets and slack in labour markets have continued to place downward pressure on inflation over the past six months. At the same time, movements in certain key relative prices have again substantially affected measures of aggregate consumer and producer prices. Specifically, the upward pressure on the overall price level arising from both commodity-price increases and past depreciation of the Canadian dollar has been particularly evident over the past six months.

Aggregate demand and supply

Economic activity in Canada slowed much more than expected during the first half of 1995 ...

After expanding rapidly during 1994, economic activity in Canada levelled off during the first half of 1995. Although a slowdown had been anticipated, the Bank was surprised (along with most others) by how abruptly the situation changed. Three factors appear to have accounted for the weakness. First, households cut back spending on big-ticket and discretionary items. Second, net exports declined after contributing very substantially to growth during 1994. Third, reductions in government spending began to have a noticeable impact on aggregate demand in the second quarter.

A number of factors contributed to reduced consumer spending on housing and automobiles. A key influence appears to have been the sharp rise in interest rates that took place during the winter. In addition, consumer attitudes were negatively affected by a flat employment picture, as moderate increases in employment in the manufacturing and service sectors were offset by declines in construction and in the public sector. As well, exports fell, mainly as a result of a slowdown in the U.S. economy. Although some slowing in U.S. activity had been anticipated in response to the rise in interest rates that had occurred over the previous year, the reaction there, too, was greater and more sudden than expected. Other factors contributing to the U.S. slowdown were the very sharp decline in demand in Mexico and weakness in Japan and Canada.

In the United States, and especially in Canada, the extent of the weakening in final domestic demand was unexpected. Consequently, there was substantial inventory accumulation in both economies during the first quarter, and activity during the second and third quarters was held back by the need to work off those excess stocks (see Technical Box 1). However, both economies are showing signs of renewed activity in the housing and automobile markets, suggesting that domestic demand is responding to the decline in interest rates that has taken place since last spring.

... leading to a widening of the gap between actual and potential output.

Lack of growth in aggregate demand in the first half of 1995 has led to an increase in excess capacity. It is especially difficult to measure potential output in these circumstances because growth in capacity can slow in response to increased uncertainty about future demand. However, the Bank estimates that the output gap widened to between 3 and 3 1/2 per cent at midyear, compared with between 2 and 2 1/2 per cent at the end of 1994 (Chart 3).¹ Accordingly, the downward pressure on trend inflation has clearly increased during the past six months.

1. See the discussion of the Bank's methodology for estimating potential output in the May 1995 *Monetary Policy Report* (Technical Box 1, page 8).

Technical Box 1

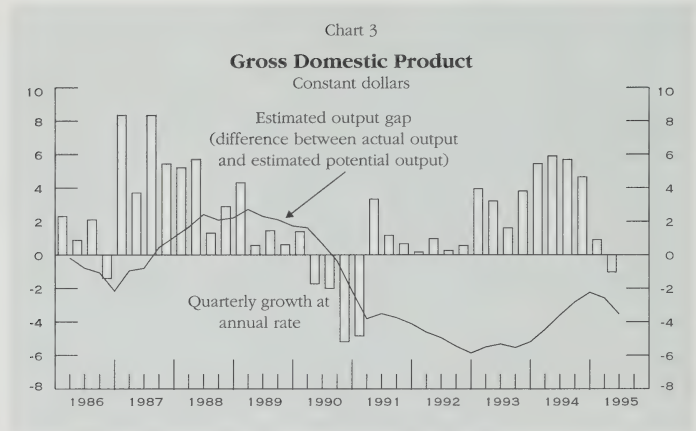
Inventory Fluctuations

While the amount of inventory investment is small relative to aggregate output, its contribution to variations in the production cycle has tended to be quite pronounced. Indeed, many of the downturns in economic activity in Canada in the postwar period could be characterized as “inventory recessions,” in the accounting sense that the decline in GDP was mainly due to a reduction in the rate of stockbuilding.

Changes in inventory management techniques and the increasing use of new information technologies have contributed to a trend reduction in the aggregate stock-to-sales ratio over the past two decades. These changes have also improved the ability of firms to respond to varying economic circumstances and, hence, to reduce undesired variations in inventories. Even so, the rate of inventory investment over the first half of 1995 suggests that fluctuations continue to play an important role in the short-term evolution of aggregate output.

The extent of the weakening in both domestic and external demand for Canadian goods in the first half of 1995 was widely unexpected, contributing to a substantial increase in the rate of inventory accumulation. While inventory investment contributed more than 3 percentage points to the growth of GDP in the first quarter, this was largely offset by a contraction of about 2 per cent in other GDP components, leaving total growth in GDP at 0.9 per cent. Similarly, the contraction of GDP in the second quarter would have been around 2 per cent were it not for some additional contribution from inventories, particularly in the farm sector. Aggregate production in the second and third quarters appears to have been held back by the need to reduce inventories, particularly in the manufacturing and retail sectors. Automobiles are a prime example.

Not all of the accumulation of inventories earlier this year was undesired. Inventory behaviour also reflected the efforts of some firms to hedge against anticipated events, such as changes in input prices or labour disruptions. For example, it seems that substantial increases in the prices of industrial materials led many manufacturers to advance their purchases of these commodities in the first half of 1995 in anticipation of further price increases. This was especially true for newsprint, pulp and chemicals. Such increases in inventories of raw materials would eventually be run down as prices stabilized. As another example, impending strikes in Canada's transportation sector led many businesses to engage in a precautionary buildup of inventories in the first quarter of 1995. Most of these labour disruptions turned out to be of relatively short duration, and production was scaled back soon afterwards to work off the increase in inventories.



Exchange rate and commodity prices

Exchange rate effects on consumer prices are still important but should begin to diminish.

Given the weight of imported goods in the average consumer basket in Canada, exchange rate movements typically feed through to the CPI by a factor of about one-fifth. Much of this adjustment usually takes place during the first year following a change in the exchange rate, but the total effect can take two years or more to emerge. Accordingly, past depreciation of the Canadian dollar continued to have a substantial impact on consumer prices over the last six months. At the recent peak in inflation in May, this effect is estimated to have accounted for over 1 percentage point of the 2.7 per cent year-over-year measured increase in core CPI.

The clearest example of the exchange rate effect can once again be seen in motor vehicles, where the average price is up approximately 6 per cent from a year ago.² The comparable figure for the United States is about 2 per cent. In the cases of many other imported, or import-competing, consumer goods, the usual exchange rate effects appear to have been largely offset by increased competition and improved productivity in both the retail and the manufacturing sectors.³

World commodity prices (quoted in U.S. dollars) have continued to rise over the past six months (Chart 4). In Canada, these price increases have been felt in various ways by both producers and users of raw materials.

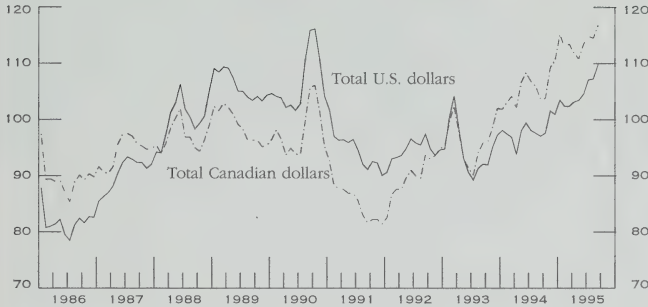
2. It is worth noting that the sticker prices of many vehicles have risen much further than indicated by this figure because of additional safety features and other improvements in quality. Such improvements are taken into account by Statistics Canada when the CPI inflation data are constructed.

3. See the related discussion in the May 1995 *Monetary Policy Report* (Technical Box 2, page 10).

Chart 4

Bank of Canada Commodity Price Index

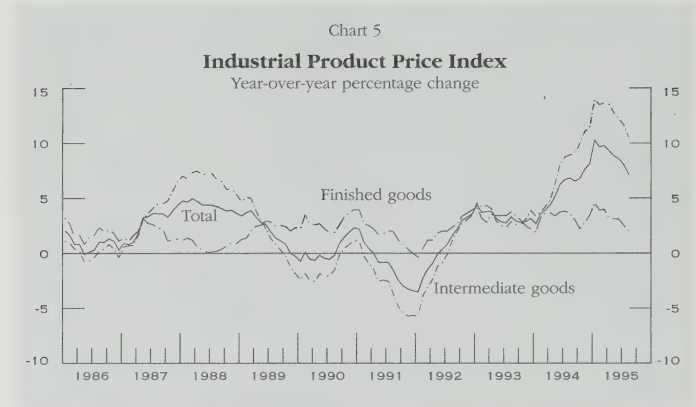
1982-90 = 100



For Canadian producers, price increases have been most pronounced for newsprint, pulp and grains. Newsprint and pulp prices have surged as world demand continues to grow in the face of limited prospects for additional supply. Grain prices have jumped as a result of adverse growing conditions in the United States and in other foreign grain-producing regions. Prices for base metals have also resumed their advance, after experiencing a downward correction in the spring. The rise in average prices received by Canadian commodity producers continued to be reflected in the aggregate industrial product price index (IPPI) (Chart 5), as well as in a further marked rise in aggregate export prices. Nevertheless, the 7 per cent rise in the IPPI over the past year represents a substantial deceleration from the rates observed in early 1995.

The impact of commodity-price increases, evident for some time in producer prices, is now beginning to show up clearly in selected consumer prices. Indeed, it is estimated that higher commodity prices have contributed about half a percentage point to the recent year-over-year measures of CPI inflation. This effect should prove temporary, both because commodity prices should stabilize in the face of the current moderation in the pace of world economic expansion and because excess supply here in Canada should place downward pressure on trend inflation. The clearest examples of commodity-price effects on the CPI can be seen in the substantial price increases for both paper supplies and reading materials. However, the rises in the costs of metals, chemicals and packaging materials imply that these effects are being felt more widely.

Commodity-price increases, evident earlier at the producer price level, are now showing up in selected consumer prices.



Cost control and other factors

Increased prices of commodities and of imported inputs have significantly raised costs for domestic producers. Combined with weakening domestic demand in the first half of the year, this has increased the incentive for producers to control other costs and to try to raise productivity.

Wages, the largest component of total costs, continued to rise at a very moderate pace during the first half of 1995, with wage settlements averaging about 1.5 per cent in the private sector and just above zero in the public sector. This represents something of an acceleration over last year for the private sector, but wage increases have followed substantial productivity gains in many areas. More generally, aggregate employment levels and the unemployment rate have remained almost unchanged over the last six months. With this persistent slack in the labour market, average wage growth is likely to remain modest.

Gains in productivity (output per person-hour) were particularly impressive during 1994, as firms restructured their operations and as the economic expansion gained strength (Parker 1995). With wages advancing only modestly, profitability improved significantly in many sectors (see Technical Box 2). However, with the sudden slowdown in activity early in 1995, both labour productivity and profits levelled off over the first half of the year. This is not an uncommon cyclical phenomenon, as firms tend to adjust labour inputs gradually to a sudden easing of demand, especially when it is widely believed to be temporary.

This combination of some wage growth and weaker aggregate productivity has caused unit labour costs to rise recently (Chart 6). However, it is expected that a resumption of the expansion later in the year will raise productivity further and that the effects of ongoing restructuring efforts will continue to emerge over time, thus helping to keep overall cost increases low.

Wage increases in the first half of 1995 picked up in the private sector but remained moderate overall.

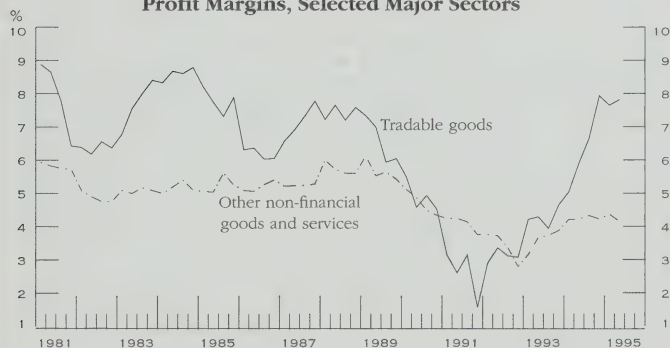
With production cut-backs, productivity declined ...

... and unit labour costs rose over this period.

Technical Box 2

Recent Developments in Profitability

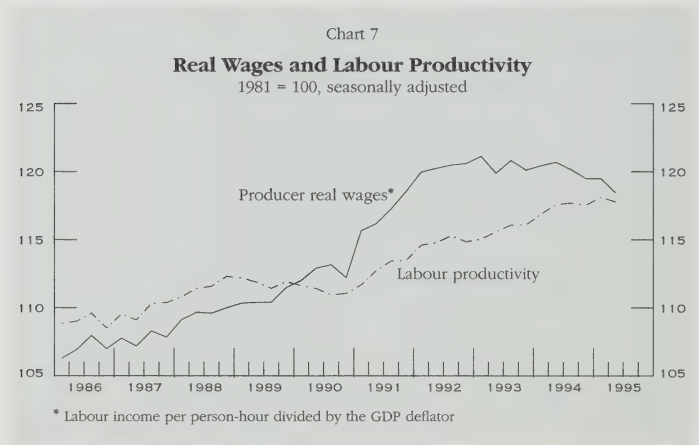
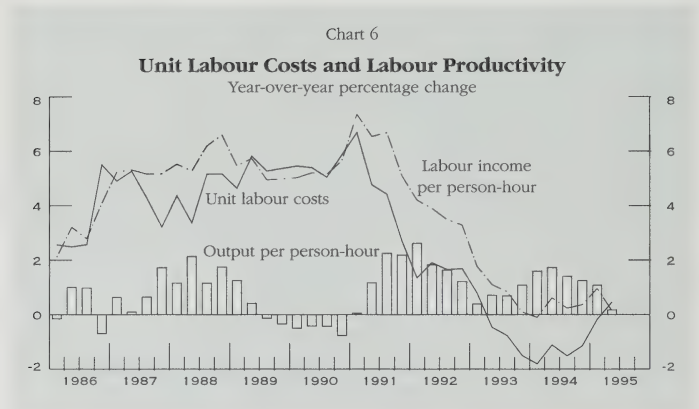
Corporate profits fluctuate with the business cycle largely as a result of the gradual response of production costs to changes in sales. In the early 1990s, profits were at very low levels for a number of reasons, including a cumulative deterioration in the international competitiveness of Canadian businesses, the sluggishness of aggregate demand, low world commodity prices and increased global competition (see Lau and Stuber 1992). The persistence of these factors motivated firms to engage in major restructuring efforts, which have been particularly intense in the tradable-goods sector.¹ Profit margins have subsequently returned to historical average levels, partly aided by the recovery in export demand and in world commodity prices.²

Profit Margins, Selected Major Sectors

The process of adjustment to changing economic circumstances seems less advanced in industries that have either been traditionally less exposed to foreign competition or are in the process of deregulation. Indeed, profitability levels remain substantially below normal in many of these industries, and as a result, major restructuring initiatives continue to be implemented. For instance, the Canadian retail industry, in addition to facing sluggish consumer demand, is being subjected to increasing competition from large U.S. retailers. Furthermore, the telecommunications industry is in the process of adjusting both to deregulation and to the ongoing rapid pace of technological innovations.

1. The tradable-goods sector includes metals, wood, paper, petroleum, natural gas, other fuels, electricity, chemicals, machinery, transportation equipment, electrical products and other manufactured goods.

2. The term *profit margin* is used here to describe operating profits as a percentage of operating revenues.



The producer real wage gap closed further in the first half of 1995.

The gap between real wages and productivity continued to close in the first half of 1995 (Chart 7). This was mainly a result of the further increases in world commodity prices discussed above, which reduced producer wages in real terms for firms in affected sectors. This development should lead to some increase in employment growth in the coming quarters.

Aggregate price rises have also been restrained by lower housing prices, as higher interest rates early in the year caused many households to delay home purchases. Early signs of revival in the housing market suggest that this factor may also be temporary.

4. ACHIEVING THE INFLATION-CONTROL TARGETS

As explained in the previous *Report*, the Bank uses the concept of monetary conditions to guide its policy actions in response to changing economic circumstances. Monetary conditions capture the influence of both short-term interest rates and the trade-weighted exchange rate on the economy, and the monetary conditions index (MCI) constructed by the Bank (Charts 8-10) provides a shorthand measure of the overall degree of tightness or ease of such conditions.

The Bank constantly reassesses the level of monetary conditions necessary to achieve its inflation-control targets. If, on balance, the analysis indicates a lessening of inflationary pressures relative to what had been expected (for example, because of lower-than-expected aggregate demand), the desired path for monetary conditions is revised downwards. However, if inflation pressures have increased relative to earlier expectations, then desired monetary conditions are adjusted upwards. It is important to bear in mind that occasions arise when the Bank's actions cannot be devoted exclusively to achieving the desired monetary conditions in the short term because of the need to cope temporarily with actual or potential disorderly markets.

Towards the end of 1994 and in early 1995, higher U.S. interest rates and increasing concerns about the high levels of public debt put downward pressure on the exchange rate and upward pressure on market interest rates. The Bank responded with successive upward adjustments to its overnight target range (Chart 11 and Technical Box 3), and monetary conditions tightened. Even though the Bank acted primarily to calm markets, a tightening of monetary conditions was also judged appropriate at the time because there was evidence of stronger-than-expected momentum in the economy. Subsequently, the positive reaction to the February 1995 federal budget provided a steadying influence in financial markets, and monetary conditions at the end of the first quarter were essentially unchanged from mid-January.

In the second quarter of 1995, the tone of Canadian financial markets improved, and the Canadian dollar strengthened. This reflected increasingly positive assessments of the fiscal situation for the provinces and for the federal government as well as heightened expectations of future declines in interest rates in the United States in response to the slowing of the U.S. economy. In early May, the improved market tone allowed the Bank to rebalance the mix of monetary conditions by offsetting the effect of the stronger exchange rate through a reduction of 25 basis points in its target range for the overnight interest rate. It became increasingly apparent throughout the rest of the second quarter that the Canadian economy had not been expanding as expected, thus warranting an easing of monetary conditions. The range for the overnight rate was lowered by 25 basis points on two occasions in early June, ratifying reductions in money market rates that had already taken place. The decline in interest rates, combined with a somewhat lower Canadian dollar, contributed to a significant easing of monetary conditions.

After a marked tightening in early 1995, monetary conditions remained largely unchanged until late May ...

... but subsequently eased in response to weaker than-expected growth ...

*... before tightening again
as the exchange rate
strengthened.*

Through the July-August period, there was a positive shift in sentiment towards North American currencies. At the same time, the Canadian dollar was benefiting from a further improvement in our terms of trade. There was also a growing awareness that fiscal adjustment is proceeding and that Canada's inflation performance remains favourable. In response to the firming of the dollar, there was a decline in short-term interest rates, which the Bank undertook to ratify. This action by the Bank involved reducing its operating range for the overnight rate by 25 basis points on four occasions (on 6 and 10 July and on 9 and 28 August) to a range of 6 to 6 1/2 per cent. In taking these actions, the Bank proceeded cautiously because of the potential implications for the dollar of the narrowing Canada-U.S. short-term interest rate spreads at a time of impending political uncertainty. Indeed, the continuing wide long-term spreads suggested that financial markets remained sensitive to debt levels and to uncertainty regarding the Quebec referendum. While overall market developments during this period moved towards a further rebalancing of monetary conditions, the net outcome was a tightening in monetary conditions as the declines in interest rates did not completely offset the currency appreciation.

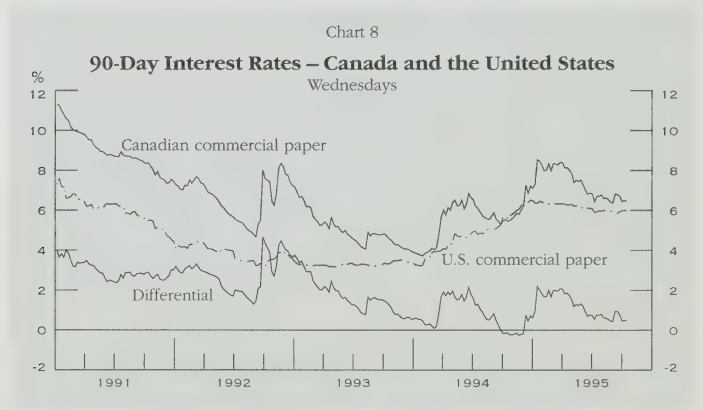


Chart 9

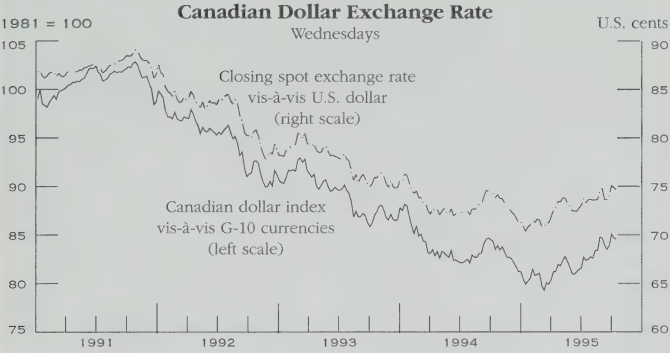
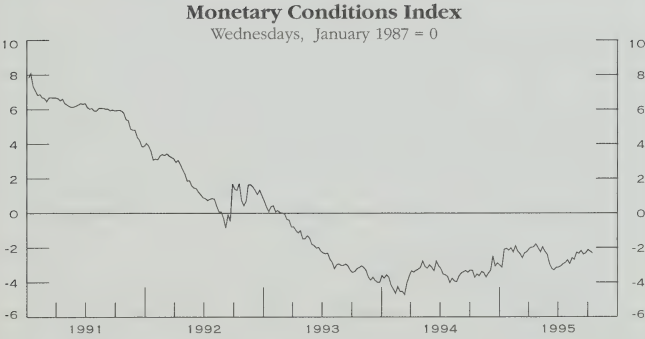


Chart 10



Technical Box 3

Monetary Policy Operations: Increased Emphasis on the Overnight Interest Rate

Since mid-1994, the operational objective of the Bank of Canada's monetary policy actions has been to keep the overnight interest rate within a band of 50 basis points. Previously, the Bank influenced the overnight rate to achieve a desired level for the 3-month treasury bill rate. This change makes it easier for markets to interpret the Bank's operations, since it defines the Bank's immediate target in terms of the interest rate it can influence most directly.

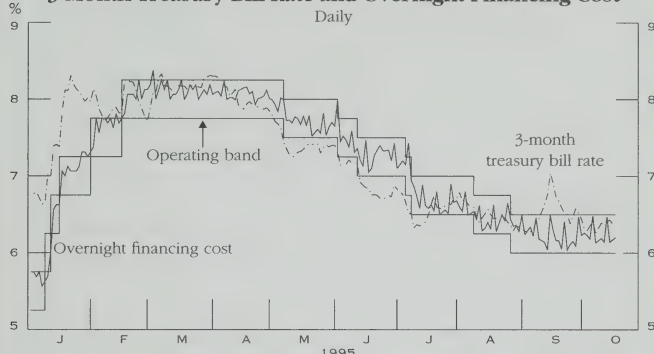
The Bank changes its operating range for the overnight rate when it wishes to effect an increase or decrease in the level of monetary conditions, or to rebalance monetary conditions (e.g., lower interest rates as a result of an appreciation of the Canadian dollar). The Bank has also, on occasion, increased its operating range to stabilize financial markets. In all three cases, the Bank's move to change the range for the overnight interest rate may simply ratify movements that have already occurred in other money market rates.

The Bank can influence the overnight rate in two ways. The first is through its supply of settlement balances to direct clearers (the major financial institutions that maintain accounts at the Bank of Canada for clearing and settlement purposes). Since direct clearers are the marginal suppliers of credit in the overnight financing market, changes in the supply of settlement balances put downward or upward pressure on the overnight rate.

The second is through buyback operations to enforce the upper and lower bounds of the operating range. When overnight financing costs threaten to rise above the range, the Bank will offer Special Purchase and Resale Agreements (SPRAs) to jobbers (the investment dealers and banks with whom it conducts its money market operations) at a rate equal to the top end of the operating range. When interest rates threaten to fall below the floor of the range, the Bank will offer Sale and Repurchase Agreements (SRAs) to the major banks (in practice, the marginal lenders in the overnight market) at a rate equal to the lower limit of the operating range (Clinton and Fetting 1989). The Bank also uses buyback techniques to announce a change in its operating range. It does this by offering SPRAs or SRAs at the appropriate new level, whether or not the overnight rate is actually outside the new range.

The Bank of Canada may also sell or buy treasury bills outright as a signal that it wishes a moderation in the pace of movement in the interest rate on 3-month treasury bills. Until recently, the rate at which the Bank intervened was typically left unchanged between auctions as the Bank sought to influence the level of the 3-month rate directly. The Bank announced on 31 August 1995 that it will henceforth conduct its treasury bill sales or purchases at prevailing market rates. Finally, the Bank may on occasion engage in switches of treasury bills with the market (purchasing longer-term maturities and selling shorter-term maturities) to help relieve market pressures.

Chart 11

3-Month Treasury Bill Rate and Overnight Financing Cost

In September, following the setting of the referendum date, volatility increased in money and foreign exchange markets. The Bank remained cautious and maintained its overnight rate unchanged at 6 to 6 1/2 per cent up to the 20 October cut-off date for information contained in this *Report*.

5. THE OUTLOOK FOR INFLATION

In assessing the outlook for inflation, the Bank must consider various factors, including the external economic environment, the momentum of the Canadian economy and the implications of monetary conditions for the future course of aggregate demand.

Aggregate demand and supply

The single most important element in Canada's external environment is the U.S. economy, as was clearly demonstrated during the first half of 1995 when activity in that country slowed. That slowdown appears to have brought aggregate demand and supply in the U.S. economy to a position of rough balance, paving the way for a more sustained period of low-inflation growth. Consequently, the U.S. economy appears to have solid underlying momentum in the second half of the year, and some pickup in growth can be expected as inventory adjustment is completed.

Overseas, the expansion is expected to continue but at a slower pace than previously forecast. It now appears that growth in Europe in 1995 will be similar to that experienced in 1994. The situation in Japan is more

The external economic environment remains positive.

uncertain, given financial system stresses and the strength of the yen earlier this year. Nonetheless, with recent declines in interest rates, a weaker yen and several other policy initiatives, it seems likely that output in Japan will be up this year, albeit only modestly.

With a favourable outlook for the U.S. economy and the prospect of moderate growth for the overseas economies, commodity prices are expected to remain firm. Despite Canada's diversified industrial base, commodities continue to contribute strongly to economic activity.

Overall, then, the positive contribution of external demand to the expansion of the Canadian economy is expected to resume in the second half of 1995.

The domestic picture remains mixed, however. Renewed expansion in the export-oriented sector can be expected to generate further growth in employment and income. As unemployed individuals regain employment they usually provide a strong impetus to overall consumption, as was the case in late 1994. The decline in interest rates since last spring should also continue to stimulate demand. But at the same time, many households remain nervous about job prospects in an environment of continuing restructuring and restraint, which is affecting all sectors of the economy. Indeed, in the case of the public sector, restructuring and downsizing is expected to be a persistent characteristic of the economic outlook for the next couple of years, given the need to improve public finances. Moreover, the adjustment of inventories back to desired levels will continue to moderate production in the near term, although to a diminishing extent.

Consideration of both external and domestic factors suggests that economic activity should show renewed growth towards year-end, with a modest pickup in the third quarter followed by a more robust fourth quarter. Recent private sector forecasts suggest that total demand (in volume terms) will expand by about 2 per cent in 1995. In light of the absence of growth during the first half of the year, these forecasts also imply some rebound in the second half.

However, the profile of activity for the third and fourth quarters will likely mean that by year-end the output gap will not be much different than it was in mid-1995. This indicates that the downward pressure on trend inflation coming from slack in product markets will remain a significant factor. Similarly, conditions in the labour market will continue to contain wage and cost pressures.

Exchange rate and commodity-price effects

The implications that past exchange rate movements have for consumer prices remain a source of uncertainty. Although it is difficult to quantify these effects precisely, it is the Bank's judgment that some of the recent rises in the CPI represented previously postponed adjustments to past depreciations and that we are at about the peak in terms of the potential inflationary consequences of exchange rate pass-through. Although there

Although employment uncertainty may hold back the growth of household spending ...

... the pace of expansion in Canada should pick up towards year-end.

The downward pressure on inflation coming from excess supply will continue.

Exchange rate effects on consumer prices appear to be at their peak ...

is still some scope for further adjustment once the recovery regains its vigour, it seems likely that increased competition at the retail level as well as restructuring efforts have erased some of those exchange rate effects permanently. Combined with recent currency appreciation, this means that by early 1996 there should be significantly less impetus to measured inflation coming from this source.

In contrast, the rises in raw materials prices that were seen in 1994, and which have continued into this year, have only recently begun to find their way into consumer prices, particularly prices for metal and paper products. Innovations in the use of these inputs and ongoing attempts to increase productivity in general make it difficult to predict how these movements will ultimately affect consumer prices. Nevertheless, this phenomenon points to a risk that the rate of increase in the core CPI, although declining on balance, might remain in the upper half of the target band for the next several months. This would be especially likely if commodity prices were to rise further. However, the fact that the economy is operating with more slack than was the case six months ago has increased the likelihood of offsets through further cost reductions. Anecdotal evidence also suggests that the Canadian retail marketplace continues to be very resistant to price increases.

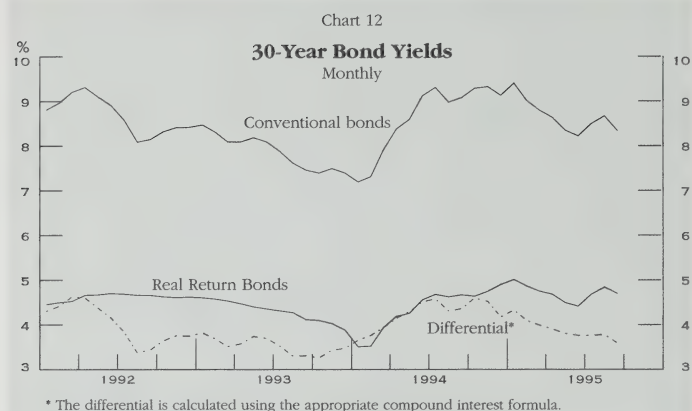
... but increases in raw materials prices are now a factor.

Measures of inflation expectations

Expectations are also an important component in the outlook for inflation, partly because they are the means whereby relative price increases, coming from the exchange rate or commodity-price effects mentioned above, can be transformed into an increase in the trend of inflation. Short-term inflation expectations appear to have edged up in response to observed price increases, although they remain within the Bank's inflation-control target band. In its October *Quarterly Survey of Canadian Business Attitudes*, the Conference Board of Canada reported that 28 per cent of respondents expected inflation to be 3 per cent over the near term, compared with only 17 per cent in the first-quarter survey, while nearly 72 per cent of respondents still expected inflation to be 2 per cent or less. In its September *Quarterly Survey of Forecasters*, the Conference Board noted that CPI inflation was expected to average just under 2.5 per cent in both 1995 and 1996, up from about 2 per cent in the previous survey.

Expectations of near-term inflation appear to have edged up with the rise in measured inflation.

The difference between yields on government 30-year conventional and Real Return Bonds (Chart 12) can be used to calculate long-term inflation expectations. Since this measure also reflects premiums for inflation uncertainty and the relative liquidity of the two markets, it is difficult to know how much emphasis to give to its level. It is likely, however, that changes in this differential largely reflect changes in inflation expectations. On this basis, it would appear that long-term inflation expectations have been falling throughout 1995.



*But monetary indicators
suggest that inflation will
decline ...*

*... and that output will
pick up.*

Monetary indicators

The monetary aggregates are also important indicators of near-term inflation and of the growth in real output.

The most useful monetary aggregates for forecasting inflation for the period immediately ahead are the broad aggregates associated with M2+ (e.g., M2+ adjusted for substitution into and out of non-money-market mutual funds and Canada Savings Bonds), whose trend growth rates often indicate where inflation is heading. Growth in these aggregates has been moderate (Chart 13), suggesting that the upward movement in measured inflation observed in the first part of 1995 will not be sustained. Specifically, M2+ and adjusted M2+ have been growing at a 3 to 5 per cent rate, which is consistent with a trend inflation rate of under 2 per cent.

The rate of change of M1 can provide useful information about where real output growth is headed within an economic cycle. Although the relationship is not exact, a clearly discernible correlation is evident in Chart 14 where growth in M1 precedes growth in real GDP. M1 growth was weak in the latter part of 1994 and in the early part of 1995, anticipating the slowdown in real GDP growth experienced through the first part of the year. More recently, M1 growth has accelerated. This suggests a resumption of economic expansion in the second half of 1995, even allowing for a possible upward bias in M1 growth coming from particular factors affecting the corporate-demand-deposits component (see Technical Box 4).

Chart 13

Core Inflation and Adjusted M2+ Growth*

Annual rates

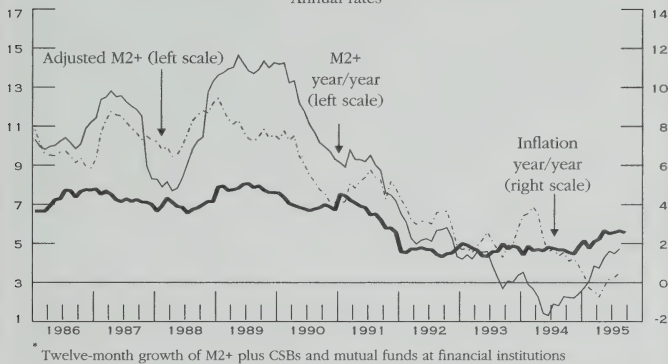
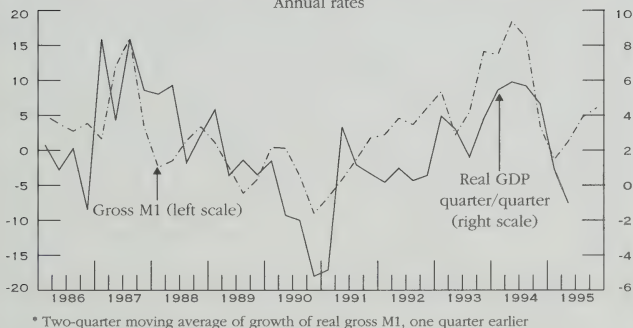


Chart 14

Real GDP Growth and Growth of Real Gross M1*

Annual rates



Technical Box 4

Corporate Demand Deposits and the Growth in Gross M1

Growth in corporate demand deposits (referred to as current accounts) has been strong this year, accounting for most of the rapid pickup in the growth of gross M1. Anecdotal evidence suggests that this strength in current accounts reflects a continuation of, and to some extent an intensification of, competitive conditions in the current account market, which has resulted in more attractive deposit rates for corporate clients of banks.

Current accounts are the standard banking accounts used by businesses for their day-to-day transactions. These accounts have chequing privileges and are redeemable on demand. Until the early 1990s, the majority of these accounts paid no interest. Therefore, corporations had a significant incentive to economize on the balances in these accounts with the assistance of the cash management services available at banks. For instance, balances in excess of those required for normal transactions purposes might be deployed in money market mutual funds, direct holdings of short-term securities, notice deposits, or term deposits. As a result of such active cash management, growth in current accounts stagnated through most of the 1980s.

The strength in current accounts in 1995 coincides with the introduction at the large banks of tiering features for these accounts, with the interest paid on a scale that is a rising function of the average balance size. Customers in the higher tiers now tend to earn a "market-oriented" interest rate. This tiering phenomenon mirrors a similar trend with respect to personal savings deposits in the 1980s.

As a result of this innovation, recent increases in gross M1 overstate the change in current account balances associated with real economic activity, and thus indicator models based on gross M1 could overstate expected real growth. As well, if such innovations persist, it is possible that the gross M1 aggregate will become less responsive to changes in market interest rates in the future; this could have implications for its indicator properties for real output.

6. CONCLUSIONS

As anticipated at the time of the last *Report*, adjustment to past exchange rate depreciation has pushed measured inflation into the upper half of the inflation-control band. This effect is expected to have diminished significantly by mid-1996. However, the pass-through of cost increases stemming from higher world prices for raw materials is likely to be a temporary source of further upward pressure on the CPI in the near term.

The last six months have also witnessed an unanticipated increase in excess supply in the Canadian economy. This added degree of downward pressure on trend inflation means that underlying fundamentals are pointing even more strongly to a downward movement in core inflation. Accordingly, while exchange rate and commodity-price effects will likely hold inflation in the upper half of the Bank's target range for several more months, the trend rate of inflation is expected to decline into the lower half of the inflation-control band in 1996.

The near-term inflation outlook, therefore, remains consistent with the Bank's inflation-control targets. For the medium term, the lessening of inflation pressures would imply a reduction in the desired path of monetary conditions, unless the economy began to show a much stronger rate of expansion.

The inflation outlook is still consistent with the Bank's inflation-control targets.

*This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
Gordon Thiessen, Bernard Bonin, Charles Freedman, Paul Jenkins,
Tim Noël and Sheryl Kennedy.*

BIBLIOGRAPHY

- Bank of Canada. 1991. "Targets for reducing inflation: Announcements and background material." *Bank of Canada Review* (March): 3-21.
- _____. 1991. "Targets for reducing inflation: Further operational and measurement considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3-23.
- _____. 1993-1994. "Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on monetary policy objectives." *Bank of Canada Review* (winter): 85-86.
- _____. 1995. *Monetary Policy Report* (May).
- Clinton, Kevin and Kevin Fetting. 1989. "Buy-back techniques in the conduct of monetary policy operations." *Bank of Canada Review* (July): 3-17.
- Freedman, Charles. 1994. "The use of indicators and of the monetary conditions index in Canada." In *Frameworks for Monetary Stability: Policy Issues and Country Experiences*, edited by Tomás J. T. Baliño and Carlo Cottarelli. Washington: International Monetary Fund. (Copies of the paper are available from the Bank of Canada.)
- Lau, Hung-Hay and Gerald Stuber. 1992. "Recent developments in corporate profitability." *Bank of Canada Review* (September): 3-15.
- Parker, Ron. 1995. "Aspects of economic restructuring in Canada, 1989-1994." *Bank of Canada Review* (summer): 23-34.
- Thiessen, Gordon G. 1995. "Uncertainty and the transmission of monetary policy in Canada." The HERMES-Glendon Lecture. *Bank of Canada Review* (summer): 41-58.

BIBLIOGRAPHIE

- Banque du Canada (1991). «Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui», *Revue de la Banque du Canada*, mars, p. 3-21.
- _____. (1991). «Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure», *Revue de la Banque du Canada*, septembre, p. 3-23.
- _____. (1993-1994). «Déclaration du gouvernement et de la Banque du Canada au sujet des objectifs de la politique monétaire», *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 85-86.
- _____. (1995). *Rapport sur la politique monétaire*, mai.
- Clinton, Kevin et Kevin Fetting (1989). «Les opérations de vente à réméré dans la conduite de la politique monétaire», *Revue de la Banque du Canada*, juillet, p. 3-17.
- Freedman, Charles (1994). «The use of indicators and of the monetary conditions index in Canada», *Framework for Monetary Stability: Policy Issues and Country Experiences*, publié sous la direction de Tomás J. T. Balbino et Carlo Cottarelli, Fonds monétaire international, Washington. (On peut se procurer des tirés à part de l'étude auprès de la Banque du Canada.)
- Lau, Hung-Hay et Gerald Stuber (1992). «L'évolution récente de la rentabilité des entreprises», *Revue de la Banque du Canada*, septembre, p. 3-15.
- Parker, Ron (1995). «Quelques aspects de la restructuration économique au Canada de 1989 à 1994», *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 23-34.
- Thiessen, Gordon G. (1995). «L'incertitude et la transmission de la politique monétaire au Canada», Conférence HERMES-Glendon, *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 41-58.

6. CONCLUSIONS

Comme prévu au moment de la rédaction du précédent rapport sur la politique monétaire, l'ajustement qu'a nécessité le repli du taux de change a amené l'inflation mesurée à s'établir dans la moitié supérieure de la fourchette cible. Cet effet devrait s'estomper sensiblement d'ici le milieu de 1996, mais il est probable que l'augmentation des coûts découlant du renchérissement mondial des matières premières engendrera temporairement de nouvelles pressions à la hausse sur l'IPC dans un proche avenir. Par ailleurs, l'offre excédentaire dans l'économie canadienne a augmenté l'inflation inattendue ces six derniers mois. Compte tenu de ce surcroît de pressions à la baisse sur le taux de l'inflation tendancielle, les éléments fondamentaux de l'économie indiquent encore plus nettement un mouvement de repli de l'inflation tendancielle. Ainsi, bien que les effets des variations du taux de change et des cours des matières premières risquent de maintenir pendant encore quelques mois l'inflation dans la moitié supérieure de la fourchette visée par la Banque, le taux de l'inflation tendancielle devrait diminuer pour se situer en 1996 dans la partie inférieure de cette fourchette.

À court terme, les perspectives en matière d'inflation sont donc encore compatibles avec les cibles de maîtrise de l'inflation que s'est fixées la Banque. À moyen terme, l'atténuation des pressions inflationnistes impliquerait un abaissement de la trajectoire souhaitée pour les conditions monétaires, à moins que le rythme d'expansion de l'économie ne devienne nettement plus robuste.

Les perspectives en matière d'inflation demeurent compatibles avec les cibles que vise la Banque.

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de Gordon Thibessen, Bernard Bortin, Charles Freedman, Paul Jenkins, Tim Noël et Sheryl Kennedy.

Les dépôts à vue des sociétés et la croissance de M1 brut

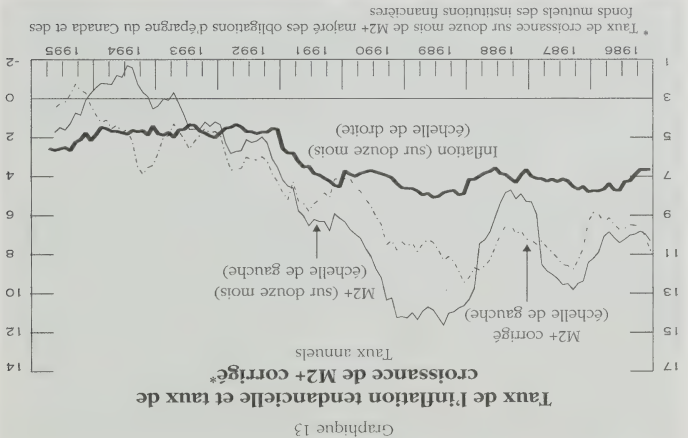
Note technique 4

Les dépôts à vue (ou comptes courants) des sociétés ont connu cette année une expansion vigoureuse, qui explique en majeure partie la forte accélération de la croissance de M1 brut. Selon des observations fragmentaires, cette expansion vigoureuse reflèterait la poursuite et, dans une certaine mesure, l'intensification de la concurrence sur le marché de ces dépôts, lesquelles ont entraîné une hausse des taux d'intérêt offerts par les banques aux entreprises. Les comptes courants sont les comptes bancaires qu'utilisent habituellement les entreprises dans leurs transactions quotidiennes. Ils sont assortis du droit de tirage par chèques, et les fonds qui y sont déposés peuvent être retirés sans préavis. Jusqu'au début des années 90, la plupart de ces comptes n'étaient pas rémunérés. Par conséquent, les sociétés étaient fortement incitées à y tenir des montants réduits, aidées en cela par les services de gestion de trésorerie qu'offraient les banques. Par exemple, les sommes dont elles n'avaient pas besoin pour leurs transactions régulières pouvaient être placées dans des fonds mutuels du marché monétaire ou en titres à court terme, ou encore dans des comptes de dépôt à préavis ou à terme. À cause de cette active gestion de trésorerie, la croissance des comptes courants a marqué le pas durant la majeure partie des années 80.

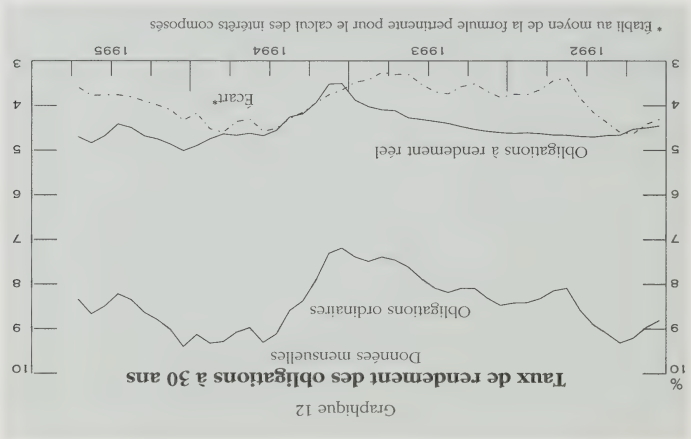
La croissance vigoureuse des comptes courants en 1995 a coïncidé avec le lancement, dans les grandes banques, de comptes courants assortis de taux d'intérêt progressifs, c'est-à-dire qui sont une fonction croissante du solde moyen. Le taux d'intérêt que touchent les entreprises dont le compte affiche un solde élevé tend maintenant à suivre de près les taux pratiqués sur le marché monétaire. Dans les années 80, les gros dépôts d'épargne des particuliers avaient connu une évolution similaire.

En raison de cette innovation, les augmentations récentes de l'agrégat M1 brut traduisent une surestimation de la variation des soldes des dépôts à vue liée à l'activité économique réelle. Aussi est-il possible que les modèles indicateurs fondés sur cet agrégat surestiment la croissance réelle anticipée. De plus, si de telles innovations persistent, il se peut que, dans l'avenir, M1 brut devienne moins sensible aux variations des taux d'intérêt du marché, ce qui pourrait se refléter sur sa capacité de servir à la prédiction de la production réelle.

connaître durant la première partie de l'année. Plus récemment, l'agrégat M1 a vu sa croissance s'accélérer, ce qui permet d'anticiper une reprise de l'expansion économique au deuxième semestre de 1995, même si l'on tient compte de la possibilité que sa croissance soit surévaluée en raison de facteurs particuliers qui influencent l'évolution de l'une de ses composantes, à savoir les dépôts à vue des sociétés (voir la Note technique 4).



mesure reflète aussi les primes liées à l'incertitude entourant l'inflation et la liquidité relative des deux marchés, il est difficile de savoir quelle importance accorder à son niveau. Il est probable, toutefois, que les variations de cet écart de rendement traduisent en grande partie les modifications des attentes relatives à l'inflation. Selon cette hypothèse, il semble que le taux d'inflation attendu à long terme diminue depuis le début de 1995.



Les indicateurs monétaires

Les agrégats monétaires constituent aussi de bons indicateurs tant de l'évolution à court terme de l'inflation que de la croissance de la production réelle.

Les agrégats monétaires les plus utiles pour prévoir l'inflation à très court terme sont les agrégats au sens large liés à M2+ (par exemple M2+ corrigé pour tenir compte de la substitution entre, d'une part, ses composantes et, d'autre part, les fonds mutuels autres que ceux du marché monétaire et les obligations d'épargne du Canada), dont les taux tendanciels de croissance indiquent souvent l'orientation à attendre de l'inflation. Ces agrégats ont progressé à un rythme modéré (Graphique 13), ce qui donne à penser que la remontée du taux d'inflation mesuré observée durant les premiers mois de 1995 ne persistera pas. Les agrégats M2+ et M2+ corrigé ont en effet affiché un taux d'expansion oscillant entre 3 et 5 %, ce qui est compatible avec un taux de l'inflation tendancielle inférieur à 2 %.

Le taux de variation de l'agrégat M1 peut fournir des renseignements utiles sur l'évolution future du taux d'accroissement de la production réelle dans un cycle économique donné. À en juger par le Graphique 14, il existe entre ces deux taux une corrélation nette, quoiqu'imparfaite, selon laquelle la croissance de l'agrégat M1 précède celle du PIB réel. La croissance de M1 a été faible dans les derniers mois de 1994 et les premiers mois de 1995, préfigurant le ralentissement que le PIB réel allait

Mais l'évolution des
indicateurs monétaires
laisse pressager une baisse
de l'inflation...

... et une reprise de la
production.

mais, selon toute vraisemblance, la concurrence accrue dans le secteur de la vente au détail et les efforts de restructuration ont effacé à jamais une partie des effets du repli passé du taux de change. Compte tenu de la récente appréciation du dollar canadien, on devrait donc observer, d'ici le début de 1996, une nette atténuation des pressions à la hausse exercées par les dépréciations antérieures du taux de change sur l'inflation mesurée.

En revanche, le renchérissement des matières premières qui a été observé en 1994 et qui s'est poursuivi au début de cette année ne fait que commencer à se répercuter sur les prix à la consommation, en particulier ceux des produits du métal et du papier. En raison des innovations dans l'utilisation des matières premières et des efforts constants en vue d'accroître la productivité générale, il est difficile de prédire de quelle façon les hausses des cours des matières premières se transmettront finalement aux prix à la consommation. Quoi qu'il en soit, il n'est pas impossible que le taux d'accroissement de l'indice de référence, même s'il diminue somme toute, se maintienne dans la motte supérieure de la fourchette cible au cours des prochains mois. Les risques que cela se produise seront plus grands si les cours des produits de base continuent d'augmenter. Toutefois, le fait que l'économie dispose de plus de capacités inutilisées maintenant qu'il y a six mois accroît la possibilité que de nouvelles réductions de coûts viennent neutraliser ces hausses. Par ailleurs, certains renseignements obtenus de source informelle indiquent que le secteur de la vente au détail au Canada continue d'être très réfractaire aux relèvements de prix.

Les mesures des attentes relatives à l'inflation

Les attentes des agents économiques jouent également un rôle important dans les perspectives d'inflation, en partie parce que c'est par leur truchement que les hausses des prix relatifs – effets des variations du taux de change ou des hausses des prix des matières premières mentionnées précédemment – peuvent résulter en une augmentation du taux de l'inflation tendancielle. Le taux d'inflation attendu à court terme semble être remonté en réaction aux relèvements de prix observés, mais il demeure à l'intérieur de la fourchette cible de matière de l'inflation fixée par la Banque. L'enquête trimestrielle que le Conférence Board du Canada a menée en octobre auprès des entreprises canadiennes révèle que 28 % des répondants s'attendent à ce que l'inflation se situe à court terme à 3 % – comparativement à 17 % seulement au premier trimestre –, tandis que près de 72 % de l'ensemble des répondants croient toujours qu'elle sera de 2 % ou moins. Selon l'enquête que l'institut a menée en septembre auprès d'organismes de prévision, le taux d'augmentation de l'IPC devrait se maintenir en moyenne tout juste au-dessous de 2,5 % en 1995 et en 1996, soit en hausse par rapport au taux d'environ 2 % que révélait l'enquête précédente.

L'écart de rendement entre les obligations ordinaires à 30 ans et les obligations à rendement réel du gouvernement (Graphique 12) peut servir à calculer le taux d'inflation attendu à long terme. Étant donné que cette

Le taux d'inflation attendu à court terme semble être remonté en réaction à la hausse de l'inflation mesurée.

... mais le renchérissement des matières premières commence maintenant à faire sentir ses effets.

les prix des produits de base demeurent fermes. Bien que le secteur industriel canadien soit diversifié, les produits de base restent un important moteur de l'activité économique au pays.

Dans l'ensemble donc, la demande extérieure devrait redevenir un facteur de croissance de l'économie canadienne au second semestre de 1995.

La situation au pays reste contrastée cependant. Une reprise de l'expansion dans le secteur des industries à vocation exportatrice devrait générer de nouveaux gains au chapitre de l'emploi et du revenu. Lorsque les chômeurs recommencent à travailler, ils contribuent habituellement à donner un vif élan à la consommation globale, comme cela a été le cas à la fin de 1994. Le repli des taux d'intérêt observé depuis la printemps de 1994, le repli des taux d'intérêt observé depuis la situation de l'emploi inquiète toujours bon nombre de ménages dans le contexte de reconstruction et de restriction continues que nous connaissons et qui touche tous les secteurs de l'économie. De fait, dans le secteur public, la reconstruction et la réduction des effectifs feront partie du paysage tout au long des deux ou trois prochaines années, vu la nécessité d'assainir les finances publiques. En outre, la réduction des stocks aux niveaux souhaités continuera de freiner la production à courte échéance, même si son effet se fera de moins en moins sentir.

Il ressort d'un examen des facteurs externes et internes que l'activité économique devrait connaître un regain de vigueur vers la fin de l'année; la reprise, d'abord timide au troisième trimestre, serait plus robuste au dernier trimestre. Des prévisions récentes émanant du secteur privé donnent à penser que la demande globale (en termes réels) augmentera d'environ 2 % en 1995. Sa croissance ayant été nulle au premier semestre de l'année, ces prévisions supposent donc aussi une certaine reprise au second semestre.

Toutefois, l'évolution prévue pour les troisième et quatrième trimestres implique que l'écart de production ne sera probablement pas très différent à la fin de 1995 de ce qu'il était au milieu de l'année. Les pressions à la baisse sur l'inflation tendanciellement résultant de la présence de capacités excédentaires dans l'appareil de production devraient donc encore jouer un rôle important. De même, les conditions régissant sur le marché du travail devraient continuer à contenir les pressions sur les salaires et les coûts.

Les effets des variations du taux de change et des prix des produits de base

L'incidence des variations passées du taux de change sur l'évolution des prix à la consommation demeure une source d'incertitude. Bien qu'il soit difficile de mesurer avec précision cette incidence, la Banque est d'avis que certaines des hausses qu'a affichées l'IPC récemment constituent des corrections retardées liées aux dépréciations antérieures de notre monnaie et que les répercussions potentiellement inflationnistes de ces dépréciations ont à peu près atteint leur point culminant. Il est vrai que des corrections pourraient encore survenir lorsque l'activité aura repris son élan,

*L'incidence du repli du
taux de change sur les
prix à la consommation
semble avoir atteint son
point culminant...*

*Les pressions à la baisse
qu'exerce sur l'inflation
une offre excédentaire se
multiplient...*

*... le rythme d'expansion
de l'activité au Canada
devrait s'accroître vers la
fin de l'année.*

*Bien que les incertitudes
liées à l'emploi nuisent
à freiner la croissance des
dépenses des ménages...*

de l'incertitude que risquait de susciter le climat politique interne. De fait, le maintien d'écarts importants entre les taux à long terme porte à croire que les marchés financiers demeurent préoccupés par les niveaux d'endettement et l'incertitude liée au référendum québécois. Si l'évolution générale des marchés durant cette période a favorisé un nouveau rééquilibrage des conditions monétaires, il reste que celles-ci se sont durcies dans l'ensemble, les baisses des taux d'intérêt n'ayant pas entièrement contrebalancé l'appréciation du dollar canadien.

En septembre, après la divulgation de la date du référendum, la volatilité s'est amplifiée sur le marché monétaire et sur les marchés des changes. La Banque est demeurée prudente et au 20 octobre 1995, date à laquelle s'arrêtent les données contenues dans le présent rapport, elle n'avait pas modifié les limites de la fourchette de variation du taux à un jour, qui se situaient toujours à 6 et 1/2 %.

5. LES PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'INFLATION

Dans son évaluation des perspectives d'inflation, la Banque doit tenir compte de divers facteurs, dont la conjoncture économique internationale, la vigueur de l'économie canadienne et l'incidence des conditions monétaires sur l'évolution future de la demande globale.

La demande et l'offre globales

L'élément le plus important de la conjoncture économique internationale dans laquelle le Canada évolue est l'économie américaine, comme l'a clairement démontré au premier semestre de 1995 le ralentissement connu l'activité aux États-Unis. Ce ralentissement semble avoir amené la demande et l'offre globales au sein de l'économie américaine à un état de quasi-équilibre, ce qui permet d'entrevoir une plus longue période de croissance caractérisée par une faible inflation. Par conséquent, l'économie américaine paraît afficher un bon dynamisme au second semestre, et sa croissance devrait s'accroître quelque peu à mesure que progressera l'ajustement des stocks.

Dans les pays d'outre-mer, la reprise économique devrait se poursuivre mais à une cadence plus lente qu'on ne l'a projeté. Il semble maintenant que l'Europe connaît en 1995 une croissance similaire à celle de 1994. Au Japon, la situation est plus incertaine étant donné les tensions que subit le système financier et la vigueur que le yen a affichée durant les premiers mois de l'année. Néanmoins, le repli ultérieur du yen, les récentes baisses des taux d'intérêt et les autres mesures qui ont été prises dans ce pays devraient faire augmenter la production japonaise cette année, mais à un rythme vraisemblablement modeste.

Devant la perspective d'une bonne tenue de l'économie américaine et d'une croissance modérée dans les pays d'outre-mer, on s'attend à ce que

La conjoncture économique internationale reste encourageante.

L'importance accrue du taux d'intérêt à un jour dans la conduite de la politique monétaire

Note technique 3

Depuis le milieu de l'année 1994, les mesures de politique monétaire prises par la Banque du Canada ont eu pour objectif de maintenir le taux d'intérêt à un jour à l'intérieur d'une fourchette de 50 points de base. Auparavant, la Banque agissait sur le taux à un jour de manière à établir celui des bons du Trésor à trois mois au niveau souhaité. Comme ce changement permet à la Banque de définir la cible immédiate visée en fonction du taux d'intérêt sur lequel elle exerce l'influence la plus directe, il est maintenant plus facile aux marchés d'interpréter les opérations de la Banque.

La Banque modifie la fourchette cible du taux du financement à un jour lorsqu'elle désire accroître ou réduire le niveau des conditions monétaires, ou encore lorsqu'elle souhaite un rééquilibrage de celles-ci (par exemple une baisse des taux d'intérêt par suite d'une appréciation du dollar canadien). La Banque accroit aussi à l'occasion sa fourchette cible afin de stabiliser les marchés financiers. Dans chacun de ces trois cas, la décision de la Banque de modifier la fourchette cible du taux à un jour peut avoir pour simple effet d'entériner des variations qu'ont déjà enregistrées d'autres taux du marché monétaire.

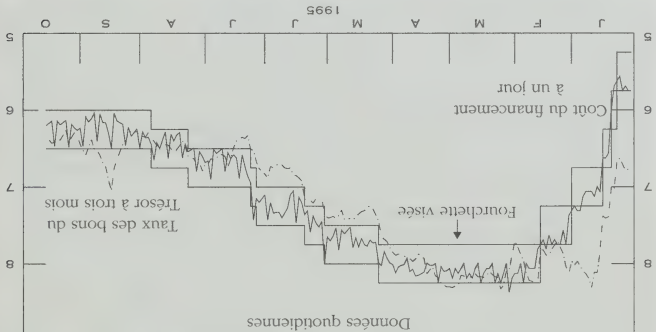
La Banque utilise deux outils pour agir sur le taux à un jour. Le premier est le mécanisme de fixation du volume d'encaissements de règlement qu'elle met à la disposition des adhérents de l'Association canadienne des paiements (les grandes institutions financières qui tiennent un compte à la Banque du Canada) de des fins de compensation et de règlement). Comme les adhérents de l'ACP sont les bailleurs de fonds à la marge sur le marché à un jour, toute modification du niveau de ces encaissements de règlement exercera des pressions à la hausse ou à la baisse sur le taux à un jour.

Le second outil consiste dans les opérations à remède qu'entreprend la Banque afin de veiller à ce que le taux à un jour ne sorte pas des limites supérieures et inférieures de la fourchette cible. Lorsque celui-ci menace de dépasser la limite supérieure, la Banque invite les agents agréés (c'est-à-dire des courtiers en valeurs mobilières et les banques avec lesquels elle effectue des opérations sur le marché monétaire) à conclure des prises en pension spéciales à un taux égal à cette limite. Lorsque, à l'inverse, les taux d'intérêt menacent de franchir la limite inférieure, la Banque offre des cessions en pension aux grandes banques (qui sont, dans la pratique, les prêteurs à la marge sur le marché à un jour) à un taux égal à la limite inférieure de la fourchette cible (Clinton et Fetting, 1989). La Banque a aussi recours aux opérations à remède pour annoncer une modification de la fourchette visée. Dans ce cas, elle offre des prises ou des cessions en pension au nouveau taux souhaité, que le taux à un jour se trouve ou non à l'extérieur de la fourchette.

En outre, la Banque du Canada peut vendre ou acheter des bons du Trésor sur le marché pour indiquer qu'elle souhaite voir les variations du taux d'intérêt des bons du Trésor à trois mois s'atténuer. Comme la Banque cherche à agir directement sur le taux à trois mois, le chat jusqu'à tout récemment a agi généralement pas entre les adjudications. Le 31 août 1995, la Banque a annoncé qu'elle effectuerait ses achats et ventes de bons du Trésor aux taux en vigueur sur le marché. Enfin, il arrive que la Banque procède à des substitutions de bons du Trésor (en achetant sur le marché des bons du Trésor à échéances plus longues en échange de bons assortis d'échéances plus courtes) afin d'atténuer les pressions du marché.

Graphique 11

Taux des bons du Trésor à trois mois
et coût du financement à un jour



Au deuxième trimestre de 1995, le climat régnant sur les marchés

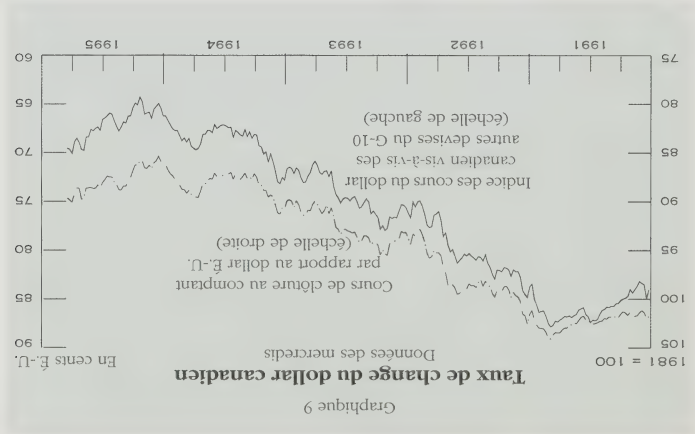
financiers canadiens s'est embelli, et le dollar canadien s'est raffermi. Cette amélioration reflétait l'évaluation de plus en plus positive des marchés à l'égard de la situation budgétaire des provinces et du gouvernement fédéral et le renforcement des anticipations de baisses prochaines des taux d'intérêt aux États-Unis, face au ralentissement de l'économie américaine. Grâce au regain d'optimisme des marchés, la Banque a pu, au début de mai, rééquilibrer la composition des conditions monétaires en compensant les effets de l'appréciation de la monnaie par une réduction de 25 points de base de la fourchette visée pour le taux du financement à un jour. Il est devenu de plus en plus évident, pendant le reste du trimestre, que l'économie canadienne ne progressait pas autant que prévu, ce qui justifiait un relâchement des conditions monétaires. La Banque a donc abaissé la fourchette de variation du taux à un jour de 25 points de base à deux reprises au début de juin, entraînant ainsi des baisses déjà

survenues sur le marché monétaire. Conjugué à une légère dépréciation du dollar canadien, le recul des taux d'intérêt a contribué à un important assouplissement des conditions monétaires.

Tout la période de juillet et août a été caractérisée par une amélioration de l'attitude des marchés à l'égard des monnaies nord-américaines. Parallèlement, le dollar canadien a été favorisé par de nouveaux progrès des termes de l'échange. En outre, on prenait de plus en plus conscience que des efforts sont faits pour assainir les finances publiques et que le Canada continue d'obtenir de bons résultats au chapitre de l'inflation. Sous l'impulsion du raffermissement du dollar, les taux d'intérêt à court terme ont amorcé une baisse, que la Banque a entrepris d'entériner. Elle a ainsi réduit la fourchette de variation du taux à un jour de 25 points de base à quatre reprises (les 6 et 10 juillet ainsi que les 9 et 28 août) pour en ramener les limites à 6 et 6 1/2 %. La Banque a agi avec prudence à cet égard, car le dollar pouvait se ressentir du rétrécissement de l'écart entre les taux d'intérêt à court terme canadiens et américains compte tenu

... avant de se durcir à nouveau lorsque le taux de change s'est raffermi.

... mais elles se sont relâchées par la suite, la croissance se révélant plus faible que prévu...



Vers la fin de 1994 et au début de 1995, les hausses des taux d'intérêt aux États-Unis et les préoccupations croissantes que suscitait le niveau élevé d'endettement des administrations publiques ont exercé des pressions à la baisse sur le taux de change ainsi que des pressions à la hausse sur les taux d'intérêt du marché. La Banque a réagi en relevant à plusieurs reprises la fourchette visée pour le taux du financement à un jour (Graphique 11 et Note technique 3), ce qui a provoqué un durcissement des conditions monétaires. Même si ce dernier était surtout destiné à calmer les marchés, il semblait également indiqué compte tenu de certains signes selon lesquels l'économie était plus vigoureuse que prévu. Par la suite, l'accueil favorable qu'a reçu le budget fédéral de février 1995 a eu un effet stabilisateur sur les marchés financiers, et, à la fin du premier trimestre, les conditions monétaires étaient presque les mêmes qu'à la mi-janvier.

Après un net resserrement au début de 1995, les conditions monétaires sont demeurées en grande partie inchangées jusqu'à la fin de mai...

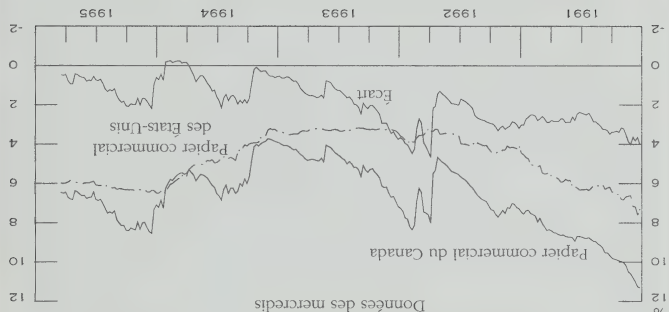
4. LA RÉALISATION DES CIBLES DE MAÎTRISE DE L'INFLATION

Comme il a été expliqué dans le précédent rapport, la Banque s'appuie sur le concept de conditions monétaires au moment de formuler les mesures de politique monétaire qu'elle doit prendre en réaction à l'évolution de la conjoncture économique. Ce concept englobe tant l'influence des taux d'intérêt à court terme que celle du taux de change pondéré en fonction des échanges commerciaux, et l'indice des conditions monétaires (ICM) que la Banque a construit (Graphiques 8, 9 et 10) lui permet de mesurer rapidement le degré global de resserrement ou d'assouplissement des conditions monétaires.

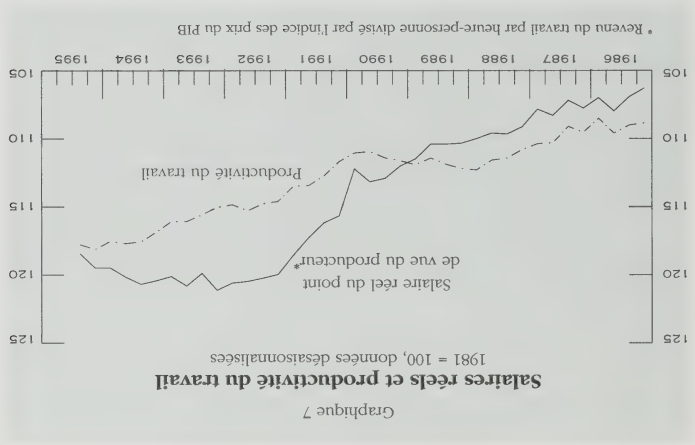
La Banque réévalue constamment le niveau des conditions monétaires propice à la réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation. Si son analyse révèle que les pressions inflationnistes sont, tout compte fait, moins fortes que prévu (par exemple en raison d'une demande globale inférieure aux prévisions), la trajectoire souhaitée pour l'évolution des conditions monétaires est alors révisée à la baisse. Si, au contraire, les pressions inflationnistes sont plus intenses que ce à quoi on s'attendait, la Banque relève le sentier d'évolution visé pour les conditions monétaires. Il importe de se rappeler qu'à certains moments, la Banque ne peut se consacrer exclusivement à la réalisation des conditions monétaires souhaitées à court terme parce qu'elle doit temporairement chercher à rassurer des marchés agités ou pouvant le devenir.

Graphique 8

Taux d'intérêt du papier à 90 jours – Canada et États-Unis



Mais certains signes annonciateurs d'une reprise sur le marché de l'habitation donnent à penser qu'il peut s'agir, dans ce cas-ci également, d'une situation temporaire.

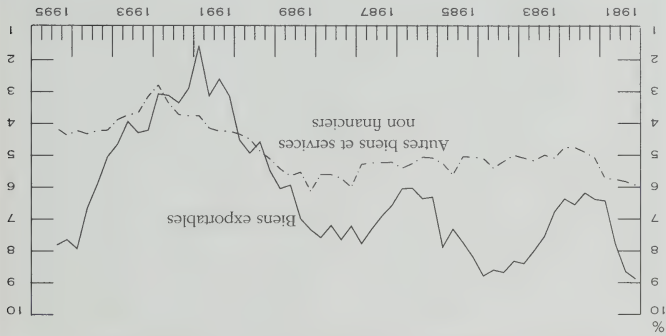


L'évolution récente de la rentabilité des entreprises

Note technique 2

Les fluctuations des bénéfices des sociétés au cours du cycle économique s'expliquent dans une large mesure par la réaction graduelle des coûts de production aux variations des ventes. Au début des années 90, les bénéfices des sociétés étaient très bas pour diverses raisons, dont une détérioration cumulative de la compétitivité des entreprises canadiennes sur les marchés internationaux, l'atonie de la demande globale, la faiblesse des prix mondiaux des produits de base et la concurrence accrue à l'échelle mondiale (voir Lau et Stuber, 1992). Devant la persistance de ces facteurs, les entreprises ont effectué d'importants efforts de restructuration, qui ont été particulièrement intenses dans le secteur de la fabrication des biens destinés à l'exportation¹. Les marges bénéficiaires ont par la suite retrouvé les niveaux moyens atteints dans le passé, en partie grâce à la relance de la demande d'exportations et à la remontée des prix mondiaux des produits de base².

Marges bénéficiaires dans quelques grands secteurs



Le processus d'ajustement aux mutations économiques semble moins avancé dans les branches d'activité qui étaient auparavant moins exposées à la concurrence étrangère ou qui sont en voie de déréglementation. De fait, les niveaux de rentabilité demeurent très inférieurs à la normale dans nombre de ces secteurs, de sorte que de nouveaux projets de restructuration majeurs continuent d'y être mis en oeuvre. Par exemple, les détaillants canadiens doivent non seulement faire face à une demande américaine, mais aussi subir la concurrence de plus en plus forte des grandes chaînes américaines. Par ailleurs, le secteur des télécommunications est en train de s'adapter aussi bien à la déréglementation qu'au flot rapide et continu des innovations technologiques.

1. Ces biens comprennent les métaux, le bois, le papier, le pétrole, le gaz naturel, les autres combustibles, l'électricité, les produits chimiques, les machines, le matériel de transport, les produits électriques et d'autres produits manufacturés.
2. Le terme *marge bénéficiaire* désigne ici les bénéfices d'exploitation en pourcentage des produits d'exploitation.

La maîtrise des coûts et les autres facteurs

La hausse des prix des produits de base et des intrants importés a fait augmenter considérablement les coûts de production au pays. Cette situation, conjuguée au tassement de la demande intérieure observé au cours du premier semestre, a incité les producteurs à maîtriser les autres coûts et à tenter d'accroître la productivité.

Les salaires, qui sont la principale composante des coûts, ont continué de croître à un rythme très modéré au cours du premier semestre 1995; les hausses négociées dans le secteur privé se sont chiffrées à environ 1,5 % en moyenne, alors que, dans le secteur public, elles ont été presque nulles. Certes, pour le secteur privé, il y a eu accélération par rapport à l'année dernière, mais les hausses ont souvent été consenties à la suite d'importants gains de productivité. De façon générale, le niveau global de l'emploi et le taux de chômage n'ont guère varié au cours des six derniers mois. Compte tenu de la persistance de ressources inutilisées sur le marché du travail, la progression du salaire moyen devrait rester modeste.

Les gains de productivité (production par heure-personne) ont été particulièrement impressionnants en 1994, les entreprises restaurant leurs opérations et l'expansion économique gagnant de la vigueur (Parker, 1995). Comme les salaires ne progressaient que légèrement, la rentabilité s'est grandement améliorée dans bon nombre de secteurs (voir la Note technique 2). La productivité du travail et les profits ont toutefois piétiné au cours du premier semestre de 1995 sous l'effet d'une baisse subite de l'activité au début de l'année. Un tel phénomène cyclique n'est pas inhabituel, les entreprises ayant tendance, lorsque se produit un brusque ralentissement de la demande, à réduire graduellement la main-d'œuvre, surtout si le ralentissement est généralement perçu comme temporaire.

L'écart entre le niveau du salaire réel et la productivité a continué de s'amenuiser au premier semestre de 1995 (Graphique 7). Cela tient principalement aux nouvelles augmentations des prix mondiaux des produits de base dont il a déjà été question, lesquelles ont fait baisser le salaire réel du point de vue du producteur dans les secteurs touchés. Cette évolution devrait mener à une certaine accélération de la croissance de l'emploi au cours des prochains trimestres.

L'accroissement du niveau général des prix a également été freiné par le début de l'année ayant incité de nombreux ménages à en retarder l'achat.

Les augmentations salariales ont progressé dans le secteur privé au premier semestre de 1995, mais elles sont restées modérées dans l'ensemble.

La productivité a baissé sous l'effet d'un repli de la production...

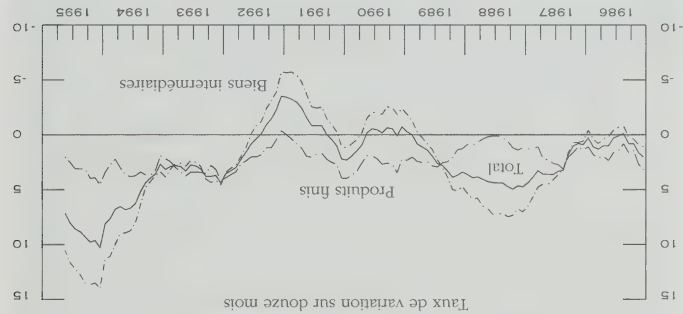
... et les coûts unitaires de main-d'œuvre ont augmenté au cours de la période.

L'écart entre le salaire réel du point de vue du producteur et la productivité a continué de s'amenuiser au premier semestre de 1995.

Le renchérissement des produits de base, dont l'incidence se faisait sentir depuis un certain temps sur les prix à la production, commence à se répercuter clairement sur certains prix à la consommation. On estime en effet que ce renchérissement a contribué pour environ un demi-point de pourcentage aux hausses sur douze mois enregistrées par l'IPC ces derniers temps. Cette incidence sera probablement temporaire, parce que, d'une part, les prix des produits de base devraient se stabiliser par suite du ralentissement que connaît actuellement l'expansion économique mondiale, et que, d'autre part, l'offre excédentaire au Canada devrait aussi influencer à la baisse l'inflation tendancielle. L'exemple le plus éloquent de l'effet du renchérissement des produits de base sur l'IPC est l'augmentation considérable des prix des articles de papeterie et des livres, des revues et des journaux. La hausse des coûts des métaux, des produits chimiques et du matériel d'emballage laisse toutefois supposer que cet effet s'est propagé.

Le renchérissement des produits de base, dont l'effet se faisait déjà sentir sur les prix à la production, se répercute maintenant sur certains prix à la consommation.

Graphique 5
Indice des prix des produits industriels



Graphique 4
Indice des cours des produits de base de la Banque du Canada



Le taux de change et les prix des produits de base

*L'incidence des variations
du taux de change sur les
prix à la consommation
est encore forte, mais elle
devient de moins en moins
sensible.*

Étant donné le poids accordé aux produits importés dans la composition moyenne du panier de provisions du consommateur canadien, les variations du taux de change se répercutent normalement sur l'IPC dans une proportion d'environ 20 %. Le gros de l'ajustement s'effectue en général durant la première année qui suit le mouvement du taux de change, mais il peut s'écouler deux ans ou plus avant que ce mouvement ne fasse sentir pleinement ses effets. C'est ce qui explique que la dépréciation antérieure du dollar canadien ait continué d'exercer sur les prix à la consommation une incidence considérable au cours des six derniers mois. On estime qu'en mai, lorsque le taux d'inflation a atteint un sommet, plus de 1 point de pourcentage des 2,7 % de la hausse sur douze mois de l'indice de référence de la tendance des prix à la consommation était attribuable à la dépréciation passée de notre monnaie.

C'est encore une fois au chapitre des véhicules automobiles, dont le prix moyen a augmenté d'environ 6 % par rapport à l'année dernière, que transparaît avec le plus de netteté l'effet du recul du dollar canadien². Aux États-Unis, la hausse de prix correspondante a été d'environ 2 %. Dans le cas de beaucoup d'autres biens de consommation importés ou entrant en concurrence avec les importations, les effets habituels des variations du taux de change semblent avoir été largement neutralisés par une intensification de la concurrence et une amélioration de la productivité tant dans le commerce de détail que dans le secteur manufacturier³.

Les cours mondiaux des produits de base (exprimés en dollars E.-U.) ont continué de monter au cours des six derniers mois (Graphique 4). Les effets de ces hausses de prix ont été ressentis de diverses façons au Canada à la fois par les producteurs et les utilisateurs de matières premières.

Pour les producteurs canadiens, ce sont le papier journal, la pâte à papier et les grains qui ont enregistré les hausses les plus fortes. Les deux premiers ont sensiblement renchéri, la demande mondiale ayant continué d'augmenter à un moment où les perspectives d'un accroissement de l'offre étaient limitées. D'autre part, le prix des grains a fait un bond en raison des conditions météorologiques préjudiciables aux cultures aux États-Unis et dans d'autres pays producteurs. Les cours des métaux communs ont également repris leur progression au terme d'un ajustement à la baisse au printemps. La hausse des prix moyens obtenus par les producteurs canadiens de matières premières a continué de se refléter dans l'évolution de l'indice des prix des produits industriels (IPI) (Graphique 5) et dans le nouveau relèvement marqué de l'ensemble des prix à l'exportation. Quoi qu'il en soit, la progression de 7 % qu'a affichée l'IPI au cours de la dernière année représente un important recul par rapport aux taux observés au début de 1995.

2. Il convient de souligner que le prix affiché de nombreux véhicules automobiles a augmenté beaucoup plus que ce pourcentage ne l'indique, les constructeurs ayant ajouté de nouveaux dispositifs de sécurité ou apporté d'autres améliorations à leurs produits. Dans le calcul des données relatives à l'augmentation de l'IPC, Statistique Canada tient compte de ces facteurs.

3. Cette question est analysée dans le *Rapport sur la politique monétaire* de mai 1995 (Note technique 2, page 11).

Les fluctuations des stocks

Note technique 1

Malgré la faiblesse de leur volume par rapport à la production globale, les investissements en stocks contribuent en général de façon très marquée aux variations du cycle économique. En effet, la plupart des phases de ralentissement de l'activité économique au Canada depuis la guerre peuvent être reliées au comportement des stocks, en ce sens que, d'un point de vue comptable, la baisse du PIB s'expliquait essentiellement par une baisse du rythme d'accumulation des stocks.

L'évolution des techniques de gestion des stocks et le recours croissant aux nouvelles technologies de l'information ont favorisé une réduction tendancielle du ratio global Stocks/Ventes au cours des deux dernières décennies. Ces progrès ont aussi permis aux entreprises de mieux réagir aux conditions changeantes de l'économie et de réduire ainsi les variations non souhaitées des stocks. Le rythme d'accumulation des stocks au premier semestre de 1995 laisse croire malgré tout que les fluctuations des stocks continueront d'avoir une grande influence sur la production globale dans le court terme.

On ne s'attendait généralement pas à ce que la demande par les Canadiens et par les étrangers de biens fabriqués au Canada soit aussi faible au premier semestre de 1995, ce qui a contribué à une accélération considérable du rythme d'accumulation des stocks. Les investissements en stocks ont contribué à une hausse de plus de 3 points de pourcentage du PIB au premier trimestre, mais leur effet a été en grande partie annulé par une contraction d'environ 2 % des autres composantes du PIB qui, en définitive, a progressé de 0,9 %. De même, n'eût été l'effet additionnel des stocks, en particulier dans le secteur agricole, le PIB aurait régressé d'environ 2 % au deuxième trimestre. La production globale au deuxième et au troisième trimestre semble avoir été freinée par le fait que les fabricants et les détaillants, en particulier, avaient besoin de réduire leurs stocks. C'était surtout le cas dans l'industrie automobile.

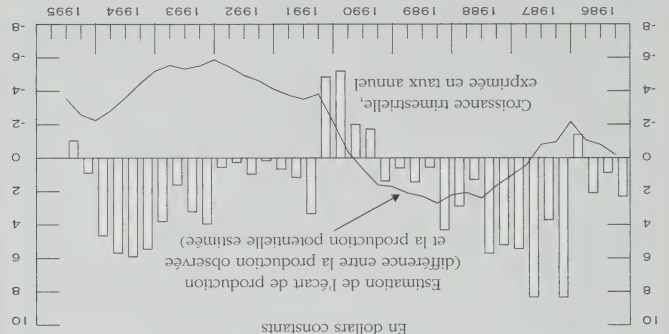
L'accumulation des stocks observée au premier semestre n'a pas été totalement involontaire. Le comportement des stocks a aussi traduit la volonté de certaines entreprises de parer à des événements prévus, comme des changements de prix ou des arrêts de travail. Par exemple, il semble que le fort renchérissement des matières industrielles a incité beaucoup d'entreprises manufacturières à en avancer les achats au premier semestre de l'année en prévision de nouvelles hausses de prix. Cela a été particulièrement vrai du papier journal, de la pâte à papier et des produits chimiques. Les stocks de matières ainsi accumulés finissent par diminuer lorsque les prix se stabilisent. Par ailleurs, les grèves qui menaçaient le secteur des transports au Canada ont amené un grand nombre d'entreprises à accroître leurs stocks au premier trimestre de 1995 par mesure de précaution. La plupart des arrêts de travail ayant en fin de compte été d'assez courte durée, les entreprises ont aussitôt commencé à réduire la production afin de se débarrasser des stocks excédentaires.

de l'économie américaine. Même si l'on attendait à ce que la hausse des taux d'intérêt enregistrée l'année précédente entraîne dans son sillage une certaine décélération de l'activité économique aux États-Unis, la réaction, dans ce cas-ci également, a été plus vive et plus brusque qu'on ne l'avait prévu. D'autres facteurs ont aussi contribué au ralentissement de l'économie américaine, dont la très forte baisse de la demande au Mexique et l'atonie de l'activité au Japon et au Canada.

Aux États-Unis et plus encore au Canada, l'affaiblissement de la demande intérieure finale a été d'une ampleur inattendue. Dans les deux pays, cela s'est traduit par une accumulation appréciable des stocks au premier trimestre, et, au cours des deux trimestres suivants, la nécessité d'éliminer les stocks excédentaires a freiné l'activité (voir la Note technique 1). Cependant, on peut maintenant observer les signes d'un redressement sur les marchés du logement et de l'automobile tant au Canada qu'aux États-Unis, ce qui donne à penser que la demande intérieure est en train de réagir à la baisse des taux d'intérêt amorcée le printemps dernier.

L'atonie de la demande globale au premier semestre de 1995 a provoqué un nouvel accroissement des capacités excédentaires. Dans de telles circonstances, il est particulièrement difficile de mesurer la production potentielle, car la croissance de cette variable peut être entravée par la montée de l'incertitude à l'égard de l'évolution future de la demande. Toutefois, selon les estimations de la Banque, l'écart de production s'est creusé pour s'établir entre 3 et 3 1/2 % au milieu de l'année, contre environ 2 à 2 1/2 % à la fin de 1994 (Graphique 3)¹, de telle sorte que les pressions à la baisse sur le taux de l'inflation tendancielles se sont nettement accentuées au cours des six derniers mois.

Graphique 3
Produit intérieur brut



1. La méthode employée par la Banque pour estimer la production potentielle est examinée dans le *Rapport sur la politique monétaire* de mai 1995 (Note technique 1, page 9).

... ce qui a eu pour effet de
creuser l'écart entre la
production observée et la
production potentielle.

Graphique 2

Grandes mesures de l'inflation



Les facteurs qui influencent l'inflation

Les capacités de production excédentaires et les ressources inutilisées sur le marché du travail ont continué d'exercer des pressions à la baisse sur l'inflation au cours des six derniers mois. Parallèlement, les variations de certains prix relatifs importants ont de nouveau eu une incidence appréciable sur les mesures globales des prix à la consommation et à la production. Ainsi, les pressions à la hausse sur le niveau général des prix engendrées par l'augmentation des cours des produits de base et la dépréciation antérieure du dollar canadien se sont particulièrement fait sentir au cours des six derniers mois.

La demande et l'offre globales

Après une croissance rapide en 1994, l'activité économique au Canada a marqué le pas durant le premier semestre de 1995. Même si l'on s'attendait à un ralentissement, la soudaineté du revirement de situation a pris la Banque (et presque tout le monde) par surprise. Trois facteurs semblent expliquer cette baisse de régime. Premièrement, les ménages ont réduit leurs achats d'articles coûteux et leurs dépenses discrétionnaires. Deuxièmement, les exportations nettes, qui avaient fortement contribué à la croissance en 1994, ont reculé. Troisièmement, la réduction des dépenses publiques a commencé à se répercuter de façon sensible sur la demande globale au cours du deuxième trimestre.

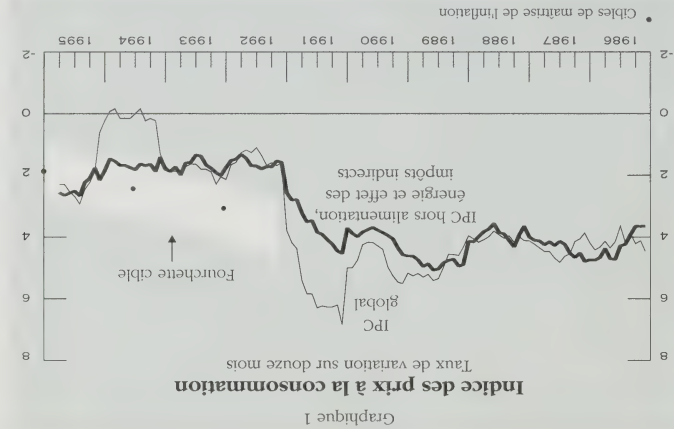
Les dépenses des ménages au titre de la demande de logements et de véhicules automobiles ont baissé pour diverses raisons. La forte montée des taux d'intérêt observée cet hiver semble avoir joué un rôle prépondérant. En outre, le comportement des consommateurs a été influencé par la stagnation de l'emploi, les gains modestes enregistrés à ce chapitre dans les secteurs secondaire et tertiaire ayant été neutralisés par le recul dans la construction et l'administration publique. Par ailleurs, la croissance des exportations a chuté, en raison surtout de l'essoufflement

Le ralentissement de l'activité économique au Canada au premier semestre de 1995 a été beaucoup plus important que prévu...

au-dessus ou au-dessous de la fourchette visée. Pour reconnaître ces chocs, il importe d'examiner diverses mesures de l'inflation et de parvenir à expliquer de manière satisfaisante leur comportement au fil du temps.

L'inflation et la fourchette cible

Mesuré en fonction du taux d'accroissement sur douze mois de l'indice de référence, le taux d'inflation est passé dans la moitié supérieure de la fourchette cible au cours des six derniers mois, comme le prévoyait le précédent rapport. En septembre 1995, le taux de l'inflation tendanciellement s'établissait sur douze mois à 2,6 %, comparativement à un sommet de 2,7 % observé en mai (Graphique 1). Quant à l'IPC global, son taux d'accroissement sur douze mois a été de 2,3 %, en baisse par rapport à un pic de 2,9 % atteint en mai.



... mais est passé récemment dans la moitié supérieure de la fourchette.

Les autres grandes mesures de la hausse des prix ont aussi grimpé en 1995. Le taux moyen d'augmentation sur quatre trimestres de l'indice implicite des prix du produit intérieur brut (PIB) a été de 1,6 % au premier semestre de 1995, contre 0,6 % pour l'année 1994. Le taux de croissance sur quatre trimestres de l'indice des prix à pondération fixe du PIB, qui tient compte des effets des modifications de la composition de la dépense, est passé d'environ 1 1/2 % à la fin de 1994 à 2,6 % en moyenne au premier semestre de 1995 (Graphique 2).

Les autres grandes mesures de l'inflation ont aussi grimpé au premier semestre de 1995.

2. LES CIBLES DE MAÎTRISE DE L'INFLATION

En décembre 1993, le gouvernement et la Banque du Canada ont arrêté une trajectoire cible d'évolution de l'inflation pour la période allant de la fin de 1995 à la fin de 1998. L'objectif visé est de maintenir le taux d'inflation dans une fourchette de 1 à 3 %, avec 2 % comme point médian. D'ici 1998, le gouvernement et la Banque s'entendront sur une nouvelle fourchette cible compatible avec la stabilité des prix.

Les cibles de maîtrise de l'inflation sont établies en fonction de l'indice des prix à la consommation (IPC). Toutefois, comme l'IPC fait l'objet de nombreuses variations attribuables aux mouvements temporaires des prix des aliments et de l'énergie de même qu'aux modifications des impôts indirects, la Banque du Canada utilise plutôt un *indice de référence* de la tendance des prix à la consommation, c'est-à-dire l'IPC hors aliments, énergie et effet des modifications des impôts indirects. Sur de longues périodes, les mesures de l'inflation fondées sur l'IPC global et sur l'indice de référence tendent à afficher des profils d'évolution similaires. Par conséquent, lorsque l'inflation mesurée selon l'indice de référence suit la trajectoire cible établie, il devrait en être sensiblement de même du taux d'accroissement de l'IPC global, sur longue période. Si les deux indices devaient conserver des profils d'évolution divergents, la Banque corrigerait la trajectoire visée pour le taux d'augmentation de l'indice de référence de façon à ramener celui de l'IPC global à l'intérieur de la fourchette cible.

3. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

L'inflation est, en définitive, le résultat d'une expansion monétaire excessive, mais le processus de transmission est long et complexe. Il est constitué d'une série de liens qui vont des mesures prises par la Banque en réaction à l'évolution économique et financière au taux d'inflation. L'élément déterminant dans l'analyse de l'inflation tendancielle est la mesure dans laquelle l'expansion monétaire tolère ou favorise une évolution de la demande globale qui va exercer des pressions persistantes sur l'offre globale.

Compte tenu des décalages qui caractérisent le processus de transmission des facteurs susceptibles d'influencer l'inflation au cours des 12 à 24 mois à venir. Il ne suffit pas de faire des projections de l'inflation à partir des taux du moment. Ce qu'il faut en particulier, c'est isoler les facteurs temporaires des facteurs fondamentaux d'offre et de demande qui agissent sur l'inflation. Il pourrait s'avérer préjudiciable de prendre des mesures pour contre des variations temporaires du taux d'inflation qui, de par leur nature, se corrigeront d'elles-mêmes. Les chocs de prix dont la Banque se préoccupe sont ceux qui alimentent les attentes relatives à l'inflation future et qui poussent le taux de l'inflation tendancielle

L'inflation est le résultat d'une expansion monétaire excessive.

Les limites de la fourchette de maîtrise de l'inflation visée pour la fin de 1995 sont de 1 et 3 %.

1. Introduction

Le présent document est le deuxième d'une série de rapports semestriels visant à accroître la transparence et la compréhension de la politique monétaire canadienne. Comme en faisait état la première livraison du *Rapport sur la politique monétaire* publiée en mai dernier, la meilleure contribution que la politique monétaire peut apporter à la bonne tenue générale de l'économie est de maintenir la confiance dans la valeur de la monnaie par l'entremise de la stabilité des prix. À cette fin, la Banque du Canada s'est employée avec succès, depuis quatre ans et demi, à atteindre les cibles de maîtrise de l'inflation qu'elle s'est fixées pour réaliser la stabilité des prix.

Les cibles de maîtrise de l'inflation définissent l'objectif précis que la politique monétaire vise à moyen terme. En gros, la tâche fondamentale de la politique monétaire est de favoriser un rythme tendanciel d'expansion de la masse monétaire qui soit compatible avec la réalisation de ces cibles et, par la suite, avec la stabilité des prix. Toutefois, comme les mesures de politique monétaire n'agissent sur l'inflation qu'avec de longs retards, les décisions que prend la Banque doivent être axées sur l'avenir. Et, lorsqu'elle arrête les mesures qui lui permettront d'atteindre ses cibles, la Banque fait face à de nombreuses incertitudes quant à cet avenir. Ses décisions se fondent donc par nécessité sur des projections concernant un avenir incertain et doivent aussi parer aux situations imprévues.

Depuis la publication du dernier rapport, l'économie canadienne a été plus faible que prévu, de sorte que les ressources inutilisées sur le marché du travail de même que dans l'appareil de production se sont accrues. Les facteurs économiques susceptibles de favoriser une baisse de cette conjoncture, la Banque est intervenue pour assouplir les conditions monétaires à la fin du printemps et au début de l'été. Toutefois, celles-ci se sont resserrées par la suite, la Banque ayant fait preuve de prudence lorsqu'elle a cherché à neutraliser l'appréciation du dollar canadien, compte tenu du rétrécissement de l'écart entre les taux d'intérêt à court terme canadiens et américains observé alors que régnait un climat d'incertitude politique.

Les données que renferme le présent document s'arrêtent au 20 octobre 1995.

Le présent document est le deuxième d'une série de rapports semestriels sur la politique monétaire canadienne. Le prochain rapport paraîtra en mai 1996.

Table des matières

1. Introduction 3

2. Les cibles de maîtrise de l'inflation..... 4

3. L'évolution récente de l'inflation 4

 L'inflation et la fourchette cible..... 5

 Les facteurs qui influencent l'inflation 6

4. La réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation ... 14

5. Les perspectives en matière d'inflation..... 18

 La demande et l'offre globales..... 18

 Les effets des variations du taux de change et
 des prix des produits de base 19

 Les mesures des attentes relatives à l'inflation 20

 Les indicateurs monétaires 21

6. Conclusions..... 24

Bibliographie..... 25

L'année 1995 marque le soixantième anniversaire de la Banque du Canada, qui a ouvert ses portes le 11 mars 1935. Pour souligner l'occasion, nous avons décidé d'illustrer la couverture du présent rapport du premier dollar d'argent émis au Canada. Cette pièce, ornée d'un motif évocateur conçu par le sculpteur Emanuel Hahn, a été frappée en 1935.

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

805-99-90-513
CN ISSN 1201-8783

Imprimé au Canada sur papier recyclé



— novembre 1995 —

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

1
473
56

MONETARY POLICY REPORT

— November 1995 —

Summary

This is the second *Monetary Policy Report* for 1995. These reports, which appear twice a year, discuss the conduct of monetary policy in light of economic and financial developments. They also look at the current economic climate and its implications for inflation. The next issue will appear in May 1996.

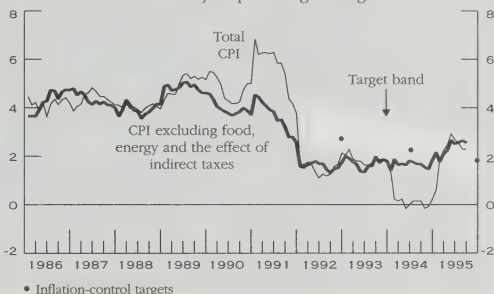
The basic task of monetary policy is to encourage a rate of monetary expansion that is consistent with established inflation-control targets. Because of the long lags between central bank actions and their effect on inflation, monetary policy must be forward-looking and based on projections of an uncertain future. It must also respond to unexpected events.

Inflation-control targets

For the past 4 1/2 years, the Bank has successfully pursued inflation-control targets. The current objective is to keep inflation inside a band of 1 to 3 per cent from the end of 1995 to the end of 1998. By 1998, a decision will be made on a future target band that is consistent with price stability.

The targets are specified in terms of the consumer price index (CPI). In its policy deliberations, the Bank focusses on a measure referred to as the *core* CPI, which excludes the volatile food and energy components and the effect of indirect taxes. Over the long term, total CPI and core CPI should follow similar paths.

Consumer Price Index
Year-over-year percentage change



Contents

- INFLATION-CONTROL TARGETS
- RECENT DEVELOPMENTS IN INFLATION
- FACTORS AT WORK ON INFLATION
- ACHIEVING THE INFLATION-CONTROL TARGETS
- THE OUTLOOK FOR INFLATION

Recent developments in inflation

Inflation is the outcome of excessive monetary expansion, but the transmission mechanism is long and complex. The lags in this mechanism require policy makers to consider factors that may influence inflation in one or two years' time. They must also distinguish between the fundamental supply/demand factors that drive inflation over the longer term and the transitory factors that affect it temporarily.

Although core inflation has been consistently within the target band since early 1993, it moved into the upper half of the band over the last six months. This pickup, which was anticipated in the last *Report*, primarily reflected the effects of past depreciation of the Canadian dollar on prices. Core inflation was running at a 12-month rate of 2.6 per cent in September, compared with a high of 2.7 per cent in May.

Factors at work on inflation

After expanding rapidly during 1994, economic activity in Canada levelled off during the first half of 1995. The slowdown, which was greater than expected, was led by two factors: cutbacks in household spending on big-ticket items in response to the sharp rise in interest rates last winter, and a decline in net exports because

of a slowdown in the U.S. economy. Weakness in aggregate demand has resulted in a widening of the gap between actual and potential output. Thus, downward pressure on underlying inflation has increased over the past six months.

At the same time, increases in certain key relative prices have again substantially affected aggregate price measures.

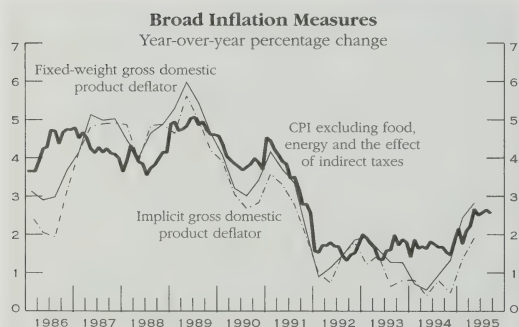
First, earlier currency depreciation continued to exert temporary upward pressure on measured inflation, pushing up some consumer prices during the summer and early autumn.

Second, world commodity prices continued to rise over the past six months. These increases, which have been noticeable in producer prices for some time, are now also showing up in selected consumer prices.

Achieving the inflation-control targets

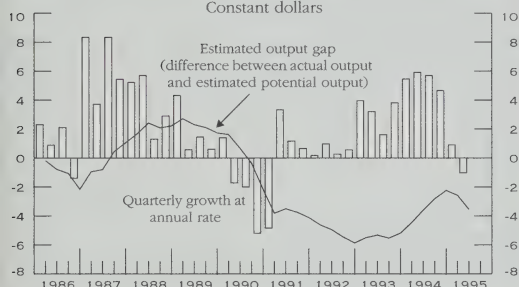
The Bank constantly reassesses the level of monetary conditions necessary to achieve its inflation-control targets. The monetary conditions index (MCI) combines movements in short-term interest rates and the trade-weighted exchange rate to provide a measure of the degree of tightening or easing in monetary conditions.

Towards the end of 1994 and early in 1995, monetary conditions tightened markedly in an environment of rising U.S. interest rates and heightened concern about levels of public debt in Canada. While the Bank made successive upward adjustments to its range for the overnight rate primarily to calm markets, a tightening was also judged appropriate on the basis of evidence of stronger momentum in the economy than had been expected. Monetary conditions remained largely unchanged until late May, although early that month an improving market tone allowed the Bank to rebalance the mix of monetary conditions.



Throughout the rest of the second quarter, it became increasingly apparent that the economy was not expanding as expected and that an easing of monetary conditions was warranted. The Bank lowered the range for the overnight rate twice in June, ratifying reductions in money market rates that had already taken place. These movements, com-

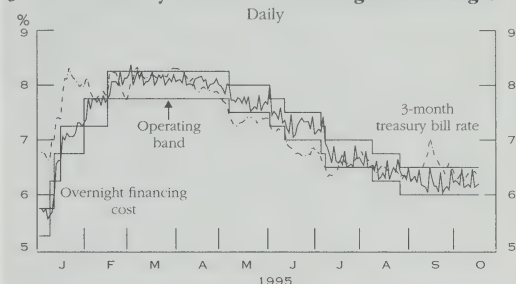
Gross Domestic Product
Constant dollars



bined with a somewhat lower dollar, contributed to an appreciable easing in monetary conditions.

Through July and August, the exchange rate strengthened, and short-term interest rates declined. The Bank ratified these declines in interest rates by reducing its operating range for the overnight rate twice in July and twice in August. In taking these actions, the Bank proceeded cautiously in the face of narrowing spreads between Canadian and U.S. short-term rates at a time of impending political uncertainty. Thus, while market developments moved towards a rebalancing of monetary conditions, the net outcome was a tightening in monetary conditions, since declines in interest rates did not completely offset the currency appreciation. As uncertainty in money and foreign exchange markets increased in September and October, the Bank remained cautious, keeping its overnight rate unchanged.

3-Month Treasury Bill Rate and Overnight Financing Cost



The outlook for inflation

The U.S. economy, the most important element in Canada's external economic environment, appears to have solid underlying momentum. Growth there is expected to pick up through the second half of the year as inventory imbalances are worked off.

Most overseas economies are expected to continue expanding but at a slower pace than previously forecast. Japan's situation remains uncertain, although output there should be up slightly this year. Thus, commodity prices should remain firm, and stronger external demand should once again bolster the Canadian economy in the second half of the year.

The domestic picture is mixed. Renewed export activity should generate growth in employment and income, and the declines in interest rates since last spring should stimulate demand. However, continued restructuring and downsizing create employment uncertainty that may moderate growth in household spending.

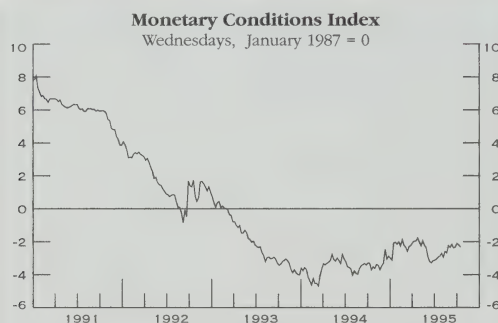
Overall, economic activity is expected to show renewed growth towards the end of the year. However, the output gap will likely not be much different by year-end than it was in mid-1995.

The effects of past exchange rate depreciations on the CPI appear to be at their peak and should soon begin to moderate, but past increases in the prices of raw materials will likely continue to show up in higher consumer prices, particularly for metal and paper products, for the next several months.

Expectations are also important to the inflation outlook. Recent surveys indicate that expectations may have edged up in response to the rise in measured inflation, but they remain within the Bank's inflation-control band.

The monetary aggregates suggest that inflation will decline and that economic expansion will resume in the second half of 1995.

Exchange rate and commodity-price effects will likely hold inflation in the upper half of the Bank's target band for several more months. However, with added downward pressure coming from greater-than-expected excess slack in the economy, core inflation is expected to decline into the lower half of the band in 1996. Thus, the near-term outlook for inflation remains consistent with the Bank's inflation-control targets. For the medium term, the lessening of inflation pressures would imply a reduction in the desired path of monetary conditions, unless the economy began to show a much stronger rate of expansion.



The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually. Copies of the full *Report* and of the *Summary* may be obtained by contacting: Publications Distribution, Secretary's Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9; telephone (613) 782-8248; e-mail PUBLICATIONS@bank-banque-canada.ca.

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

– novembre 1995 –

Sommaire

Le présent document constitue la deuxième livraison du *Rapport sur la politique monétaire* pour l'année 1995. Ce rapport, qui est publié deux fois l'an, analyse la conduite de la politique monétaire à la lumière de l'évolution économique et financière. Il examine également la conjoncture économique et son incidence sur l'inflation. Le prochain rapport paraîtra en mai 1996.

La tâche fondamentale de la politique monétaire est de favoriser un rythme d'expansion monétaire qui soit compatible avec la réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation établies. Parce que les mesures de politique monétaire n'agissent sur l'inflation qu'avec de longs retards, la politique monétaire doit être axée sur l'avenir et se fonder sur des projections forcément incertaines. Elle doit aussi pouvoir parer aux situations imprévues.

Les cibles de maîtrise de l'inflation

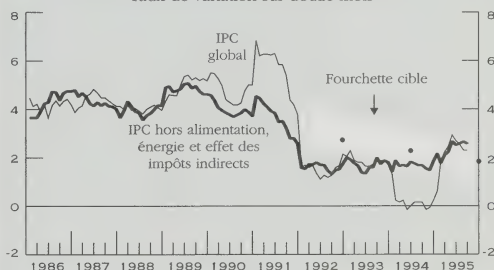
Depuis quatre ans et demi, la Banque s'est employée, avec succès, à atteindre des cibles de maîtrise de l'inflation. L'objectif actuel est de maintenir le taux d'inflation à l'intérieur d'une fourchette de 1 à 3 % durant la période allant de la fin de 1995 à la fin de 1998. D'ici 1998, une nouvelle fourchette cible compatible avec la stabilité des prix sera établie.

Les cibles sont définies en fonction de l'indice des prix à la consommation (IPC). Au moment de formuler sa politique, la Banque s'appuie surtout sur un *indice de*

référence, ainsi qu'elle le nomme, de la tendance des prix à la consommation, qui exclut les composantes volatiles que sont les aliments et l'énergie ainsi que l'effet

Indice des prix à la consommation

Taux de variation sur douze mois



• Cibles de maîtrise de l'inflation

Dans ce sommaire :

- LES CIBLES DE MAÎTRISE DE L'INFLATION
- L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION
- LES FACTEURS QUI INFLUENCENT L'INFLATION
- LA RÉALISATION DES CIBLES DE MAÎTRISE DE L'INFLATION
- LES PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'INFLATION

des modifications des impôts indirects. Sur longue période, l'IPC global et l'indice de référence devraient afficher des profils d'évolution similaires.

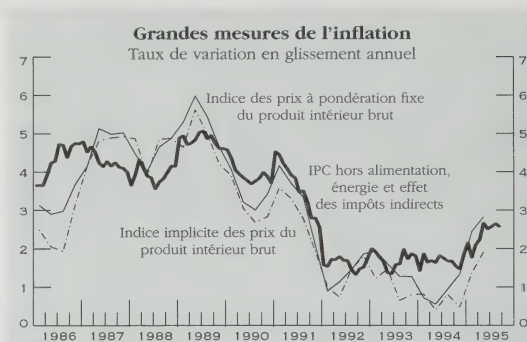
L'évolution récente de l'inflation

L'inflation est le résultat d'une expansion monétaire excessive, mais le processus de transmission est long et complexe. À cause des décalages qui caractérisent ce processus, les autorités monétaires doivent tenir compte de facteurs susceptibles d'influencer l'inflation au cours des 12 à 24 mois à venir. Elles doivent également isoler les facteurs temporaires des facteurs fondamentaux d'offre et de demande qui agissent sur l'inflation en longue période.

Quoique l'inflation tendancielle soit demeurée constamment à l'intérieur de la fourchette visée depuis le début de 1993, elle s'est hissée, au cours des six derniers mois, dans la moitié supérieure de celle-ci. Cette accélération, que prévoyait le dernier rapport, s'explique principalement par la dépréciation antérieure du dollar canadien. En septembre, le taux de l'inflation tendancielle s'établissait sur douze mois à 2,6 %, comparativement à un sommet de 2,7 % atteint en mai.

Les facteurs qui influencent l'inflation

Après une croissance rapide en 1994, l'activité économique au Canada a marqué le pas au premier semestre de 1995. Le ralentissement, plus prononcé qu'on ne l'avait prévu, tient à deux facteurs : la réduction des grosses dépenses des ménages en réaction à la vive remontée des taux d'intérêt observée l'hiver dernier et le repli des exportations nettes imputable à l'essoufflement de l'économie américaine. L'atonie de la demande globale a provoqué un élargissement de l'écart entre la production observée et la production potentielle, de sorte que les pressions à la baisse sur l'inflation tendancielle se sont accentuées durant les six derniers mois.



Parallèlement, les mesures globales des prix ont de nouveau été fortement influencées par les hausses de certains prix relatifs importants.

En premier lieu, la dépréciation passée du dollar canadien a continué d'exercer des pressions temporaires sur l'inflation mesurée, poussant à la hausse certains prix à la consommation pendant l'été et au début de l'automne.

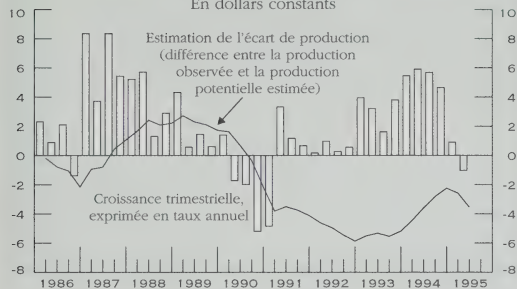
En second lieu, les cours mondiaux des produits de base ont poursuivi leur ascension au cours des six derniers mois. Leur augmentation, qui se faisait sentir depuis quelque temps dans le niveau des prix à la production, commence maintenant à se refléter dans certains prix à la consommation.

La réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation

La Banque réévalue constamment le niveau des conditions monétaires propice à la réalisation de ses cibles de maîtrise de l'inflation. L'indice des conditions monétaires (ICM), qui englobe tant les variations des taux d'intérêt à court terme que celles du taux de change pondéré en fonction des échanges commerciaux, lui permet de mesurer le degré de resserrement ou d'assouplissement de ces conditions.

Vers la fin de 1994 et au début de 1995, devant la montée des taux d'intérêt aux États-Unis et les préoccupations accrues que suscitait l'endettement des

Produit intérieur brut En dollars constants



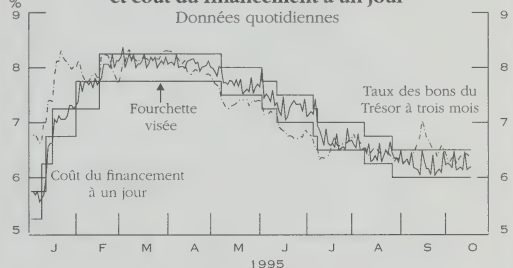
administrations publiques au Canada, les conditions monétaires se sont beaucoup durcies. Même si c'est principalement dans le but de calmer les marchés que la Banque a relevé plusieurs fois de suite la fourchette visée pour le taux du financement à un jour, un durcissement semblait également indiqué du fait que les données laissaient entrevoir une économie plus vigoureuse que prévu. Les conditions monétaires sont demeurées presque les mêmes jusqu'à la fin mai, bien qu'au début de ce mois la Banque ait pu en rééquilibrer la composition grâce au regain d'optimisme des marchés.

Il est devenu de plus en plus évident, pendant le reste du second trimestre, que l'économie canadienne ne progressait pas autant que l'on s'y attendait et qu'un relâchement des conditions monétaires était justifié. La Banque a donc abaissé la fourchette de variation du taux à un jour à deux reprises en juin, entérinant ainsi des diminutions déjà survenues sur le marché monétaire. Conjugué à une légère dépréciation du dollar canadien, le recul des taux d'intérêt a contribué à un net assouplissement des conditions monétaires.

Pendant les mois de juillet et d'août, le dollar s'est raffermi et les taux d'intérêt à court terme ont amorcé un repli, que la Banque a entériné en réduisant la fourchette de variation du taux à un jour à deux reprises au cours de chacun de ces mois. La Banque a agi avec prudence à

cet égard, compte tenu du rétrécissement de l'écart entre les taux d'intérêt à court terme canadiens et américains observé alors que le climat politique risquait de susciter de l'incertitude. Si l'évolution des marchés durant cette période a favorisé un rééquilibrage des conditions monétaires, il reste que celles-ci se sont durcies dans l'ensemble, le fléchissement des taux d'intérêt n'ayant pas entièrement contrebalancé l'appréciation du dollar canadien. Comme l'incertitude s'est amplifiée sur le marché monétaire et les marchés des changes en septembre et en octobre, la Banque est demeurée prudente et n'a pas modifié le niveau de son taux de financement à un jour.

Taux des bons du Trésor à trois mois et coût du financement à un jour



Les perspectives en matière d'inflation

L'économie américaine, l'élément le plus important de la conjoncture économique internationale pour le Canada, semble afficher un bon dynamisme. Sa croissance devrait s'accélérer au second semestre à mesure que progressera l'ajustement des stocks.

Dans la plupart des pays d'outre-mer, l'expansion économique devrait se poursuivre mais à une cadence plus lente qu'on ne l'a projeté. Au Japon, la situation demeure incertaine, bien que l'on s'attende à ce que la production augmente légèrement cette année. Selon toute vraisemblance, les prix des produits de base

resteront donc fermes, et le redressement de la demande extérieure redeviendra un facteur de croissance de l'économie canadienne au second semestre de 1995.

La situation de la demande intérieure est contrastée. Une reprise de l'activité dans le secteur des exportations devrait générer de nouveaux gains au chapitre de l'emploi et du revenu, et le repli des taux d'intérêt constaté depuis le printemps devrait stimuler la demande. En revanche, les efforts continus de restructuration et de réduction des effectifs créent des inquiétudes quant à l'emploi qui pourraient ralentir la croissance des dépenses des ménages.

Tout compte fait, l'activité économique devrait connaître un regain de vigueur vers la fin de l'année. Toutefois, l'écart de production ne sera probablement pas très différent à la fin de 1995 de ce qu'il était au milieu de l'année.

L'incidence des variations passées du taux de change sur l'IPC semble avoir atteint son point culminant et devrait bientôt s'atténuer. Cependant, le renchérissement antérieur des matières premières continuera probablement de se répercuter sur les prix à la consommation, en particulier ceux des produits du métal et du papier, au cours des prochains mois.

Les attentes des agents économiques jouent également un rôle important dans

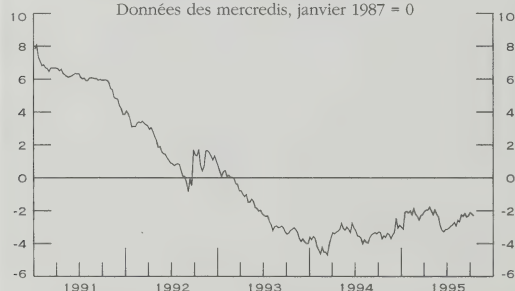
les perspectives d'inflation. Selon des enquêtes récentes, le taux d'inflation attendu pourrait être remonté en réaction à la hausse de l'inflation mesurée, mais il demeure à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation que vise la Banque.

L'évolution des agrégats monétaires laisse présager un repli de l'inflation et une reprise de l'expansion économique au second semestre de 1995.

Les effets des variations du taux de change et des cours des matières premières risquent de maintenir l'inflation dans la moitié supérieure de la fourchette visée par la Banque pendant quelques mois encore. Toutefois, compte tenu des nouvelles pressions à la baisse engendrées par des capacités excédentaires plus fortes que prévu dans l'économie, l'inflation tendancielle devrait diminuer pour se situer en 1996 dans la partie inférieure de cette fourchette. À court terme, les perspectives en matière d'inflation sont donc toujours compatibles avec les cibles de maîtrise de l'inflation que s'est fixées la Banque. À moyen terme, l'atténuation des pressions inflationnistes impliquerait un abaissement de la trajectoire souhaitée pour les conditions monétaires, à moins que le rythme d'expansion de l'économie ne devienne nettement plus robuste.

Indice des conditions monétaires

Données des mercredis, janvier 1987 = 0



Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an. Pour recevoir des exemplaires du rapport au complet et du *Sommaire*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, Secrétariat, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada, K1A 0G9, composer le (613) 782-8248 ou adresser un message électronique à : PUBLICATIONS@bank-banque-canada.ca.

CAI
FNT3
-MS6

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

— May 1996 —



The silver dollar featured on the cover commemorates the Griffon, the first ship to sail the Great Lakes above Niagara Falls. Built as a commercial vessel by the explorer René-Robert Cavelier, sieur de La Salle, the Griffon sailed under his command to Michilimackinac and Green Bay but was lost in a storm on its return voyage.

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

803-49-90-484
CN ISSN 1201-8783

Printed in Canada on recycled paper

Contents

1. Introduction	3
2. Inflation-Control Targets	3
3. Recent Developments in Inflation	4
Inflation and the target range	4
Factors at work on inflation	6
4. Achieving the Inflation-Control Targets	13
5. The Outlook for Inflation	17
Aggregate demand and supply	17
Temporary factors affecting inflation	19
Measures of inflation expectations	19
Monetary indicators	21
6. Conclusions	23
Bibliography	24

"The focus of Canadian monetary policy is on price stability. However, the Bank of Canada does not pursue price stability for its own sake but rather as a means of contributing to a well-functioning, productive economy, capable of providing Canadians with a rising standard of living."

— Gordon Thiessen

Speech given at *The World in 1996 Conference*, 19 January 1996

1. INTRODUCTION

This *Report* presents the Bank of Canada's assessment of the trend of inflation in Canada and explains the monetary policy actions deemed necessary to keep inflation within the Bank's inflation-control target range.

Downward pressure on inflation over the last six months has warranted an easing in monetary conditions, which the Bank encouraged through reductions in its operating band for overnight interest rates. These actions have been taken against a favourable backdrop of improving financial market sentiment that reflects both progress on the fiscal front domestically and global reductions in short-term interest rates.

The Bank has nevertheless proceeded at a measured pace in its policy actions, given that short-term interest rate differentials against the United States were narrowing and have recently turned negative. Moreover, financial markets remain wary about the high public sector debt levels in Canada and about the political situation in Quebec.

The six months since the last Report have been characterized by downward pressure on the trend of inflation.

2. INFLATION-CONTROL TARGETS

In December 1993, the federal government and the Bank of Canada set a target path for inflation extending from the end of 1995 to the end of 1998. The objective is to keep inflation inside a range of 1 to 3 per cent during that period. By 1998, a decision will be taken on a future target range that would be consistent with price stability.

The inflation-control targets are specified in terms of the consumer price index (CPI). The Bank focusses on the CPI excluding food, energy and the effect of indirect taxes because there is a good deal of transitory movement in CPI inflation caused by fluctuations in the prices of food and energy, as well as by changes in indirect taxes. This measure is referred to as the *core* CPI. Over longer periods of time, the measures of inflation based on the total CPI and the core CPI tend to follow similar paths. Therefore, achieving the target path for core CPI inflation should eventually lead to similar movements for total CPI inflation. In the event of persistent differences between the trends of the two measures, the Bank would adjust its desired path for core CPI inflation so that total CPI inflation would come within the target range.

The inflation-control target range is set at 1% to 3% until 1998.

3. RECENT DEVELOPMENTS IN INFLATION

The Bank promotes a rate of monetary expansion consistent with its inflation-control target range.

Monetary policy must focus on the factors influencing the trend of inflation six to eight quarters into the future.

Core inflation, after remaining in the upper half of the target range through most of 1995, has recently fallen back into the lower half of the range.

Other broad measures of inflation also declined in the second half of 1995.

Over time, inflation results from excessive monetary expansion, although the lags between money supply growth and inflation can be long and difficult to predict. The monetary transmission mechanism involves a series of relationships, beginning with the Bank's influence on overnight interest rates and ending with the ultimate impact on inflation. Through its actions, the Bank promotes a rate of monetary expansion consistent with its inflation-control target range, which in turn should foster sustained economic expansion.

Monetary policy actions must thus be forward-looking, focussing on the factors that will influence the trend of inflation six to eight quarters into the future. Developments in inflation over the past year have clearly illustrated the need to distinguish between fundamental supply/demand factors that drive inflation over time and transitory factors that do not have a permanent effect. Measures of inflation rose through the first half of 1995 as a result of both exchange rate and commodity price effects on consumer prices. However, as predicted in earlier issues of this *Report*, these transitory disturbances have had little effect on the trend of inflation. Thus, as these effects have diminished, measured inflation has fallen back and the excess supply situation in the economy has again become the primary factor affecting the rate of inflation.

Inflation and the target range

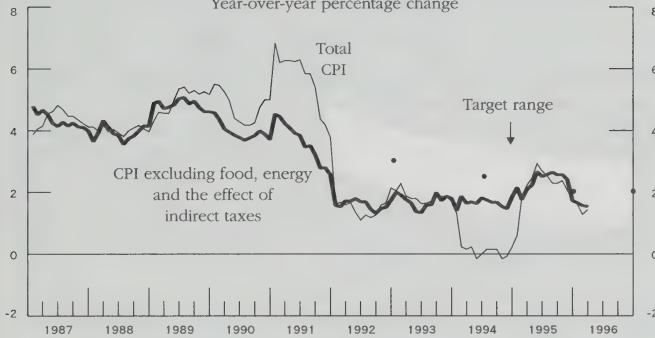
As anticipated in the last *Report*, the 12-month rate of increase in the core CPI has recently moved into the lower half of the target range. However, the speed at which inflation has declined was somewhat faster than expected, partly as a result of discounting by retailers in response to weak consumer demand. As of March 1996, core inflation was down to a 12-month rate of 1.5 per cent, compared with a high of 2.7 per cent reached in May 1995 (Chart 1). The 12-month rate of increase in the total CPI was 1.4 per cent, down from a peak of 2.9 per cent in May 1995.

Other broad measures of price inflation also fell back in the second half of 1995. The rate of increase in the fixed-weight GDP deflator was 2.2 per cent in the fourth quarter of 1995 on a year-over-year basis, compared with 2.7 per cent in the second quarter of 1995 (Chart 2). The year-over-year rate of increase of the chain price index¹ for GDP excluding inventories — a measure of price changes that adjusts for shifts in the composition of spending — also declined over the same period.

1. The chain price index for GDP, excluding inventories, weights quarterly price changes by the dollar value of expenditure components in the previous quarter.

Chart 1

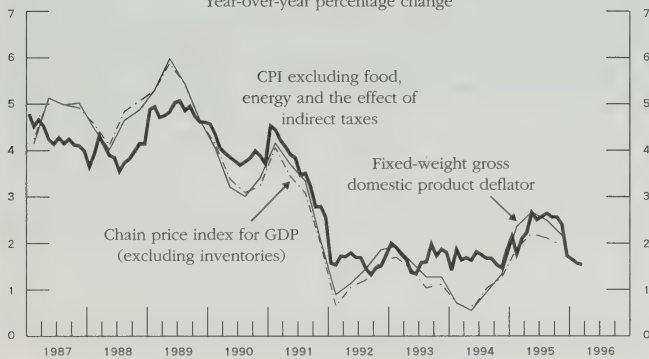
Consumer Price Index
Year-over-year percentage change



• Midpoint of the inflation-control target range

Chart 2

Broad Inflation Measures
Year-over-year percentage change



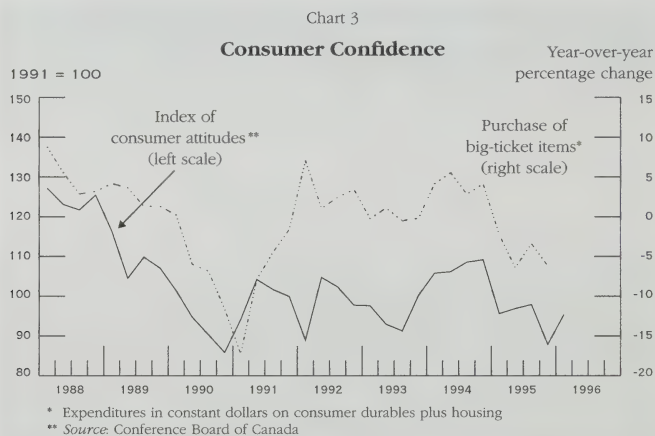
Factors at work on inflation

Excess capacity in product markets and slack in labour markets continued to place downward pressure on inflation over the past six months. At the same time, the upward pressure on the inflation rate from both commodity price increases and the past depreciation of the Canadian dollar lessened.

Aggregate demand and supply

The pickup in economic activity during the second half of 1995 was weaker than expected.

After levelling off during the first half of 1995, economic activity in Canada edged up somewhat in the second half. Although the last *Report* suggested that only a modest pickup in growth could be expected in the third quarter, the anticipated further strengthening towards year-end did not materialize. One factor contributing to this outcome was a further weakening in economic confidence among households, which resulted in households reducing their spending in spite of significantly lower interest rates (Chart 3 and Technical Box 1).



Technical Box 1

Consumer Confidence

Consumer confidence (as measured by the Conference Board's index of consumer attitudes) fell considerably during 1995. It was particularly affected by a sharp increase in uncertainty regarding job prospects, given sluggish employment growth for much of 1995, and by the increasing concern of households about their financial situations.

For a growing number of households, employment uncertainty has risen in the context of fiscal restraint and the associated downsizing and reorganizing of the public sector. At the same time, restructuring and lay-offs in the private sector have continued, particularly in industries that were formerly insulated from competition by regulations or trade barriers.

A number of factors likely contributed to the worsening financial situations reported by households. Real personal disposable income per worker continued to decline, as growth in income remained weak. Furthermore, the upward spikes in interest rates in both 1994 and 1995 made households feel more vulnerable to major fluctuations in financial markets. And the higher rates, in conjunction with an increase in the ratio of household debt to personal disposable income, caused the debt-service ratio to rise through most of 1995. A further reduction in housing prices in 1995 may also have contributed to a heightened sense of financial insecurity. Finally, there may have been growing concern about the future of public pension plans.

Given these developments, consumers felt that it was not a good time to make major purchases. Indeed, in 1995, consumer expenditures on big-ticket items such as homes, motor vehicles and furniture fell considerably.

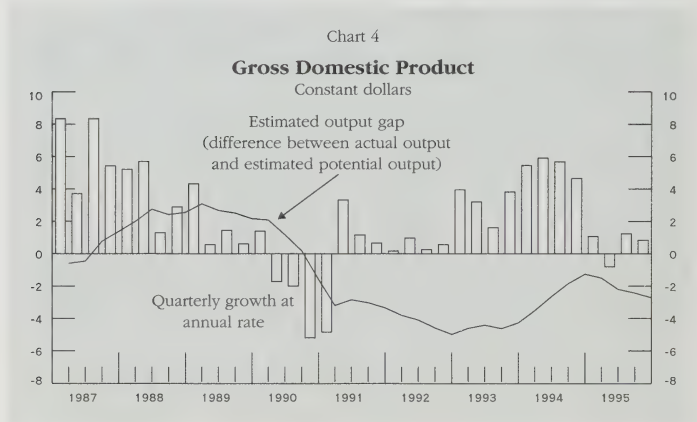
There are, however, a number of factors that are expected to improve consumer confidence and lead to renewed growth in household spending in coming months. A continuation of the solid employment gains in the private sector seen between December and March, especially if they increasingly represent new full-time positions, would reduce employment uncertainty. The net decline in interest rates since October will contribute to lower debt-servicing costs and should improve the financial situations of many households. The increased wealth associated with lower interest rates and higher stock prices should also encourage consumption. Indeed, there are already indications that household outlays, particularly on housing, began to rebound in the first quarter.

Activity in the second half of 1995 was also held back by a substantial reduction in inventory accumulation following the buildup of stocks in the first half of the year. On balance, after several years of strong growth, business fixed investment showed little change over this period.

In marked contrast to declining domestic demand in the second half of 1995, exports increased sharply as growth in the U.S. economy picked up. Increased activity in the U.S. housing and automobile markets, together with continued strong demand for investment goods, helped stimulate demand for Canadian exports. Export demand might have been even higher had it not been for sluggish growth in overseas economies and some temporary weakness in the U.S. economy towards year-end.

The slow growth in aggregate demand in the second half of 1995 has led to an increase in excess capacity, implying increased downward pressure on the trend of inflation. However, there is evidence that aggregate supply in recent years has been lower than previously estimated because of a reduction in the trend rate of labour force participation (Technical Box 2). This has led the Bank to lower its estimate of the level of potential output by about 1 per cent since the last *Report*. The Bank now estimates that the output gap widened to between 2 1/2 and 3 per cent at year-end, up from between 2 and 2 1/2 per cent at midyear (Chart 4).²

Slow aggregate demand growth contributed to a widening of the gap between actual and potential output.



2. See the discussion of the Bank's methodology for estimating potential output in the May 1995 *Monetary Policy Report* (Technical Box 1, page 8).

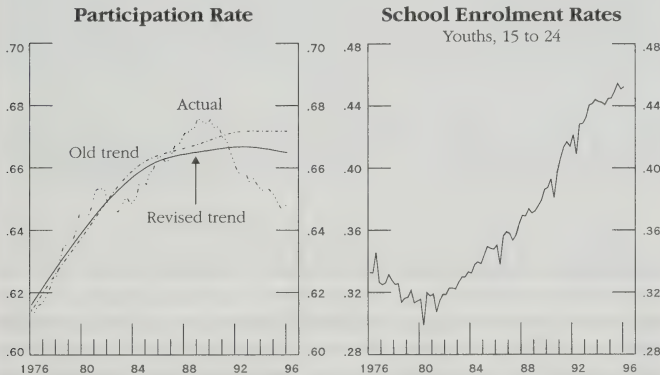
Technical Box 2

Labour Force Participation

The labour force participation rate¹ fell from about 67 1/2 per cent at the start of 1990 to about 64 1/2 per cent at the end of 1995. Although the participation rate has had a tendency to decline in recessions or periods of slow growth and to rise faster than the trend during periods of strong growth, the current decline has been unusually pronounced and prolonged. The relatively weak growth in employment may have discouraged more people from looking for work than would be normal at this point in the cycle.

The cyclical rebound in the participation rate is, however, likely to be more modest than previously expected, since a number of developments suggest that the trend participation rate may be lower than estimated earlier. These developments include the flattening out of the participation rate of women 25 years and over, the continued rising trend in school enrolment rates for people under 25 (the group with the sharpest decline in participation rate) and the increase in early retirements. While these developments may have been affected by cyclical factors, they also reflect more persistent forces. For example, an increasing number of jobs require greater skills, a fact that is likely behind the rise in school enrolment rates for those under 25. Over time, these higher skill levels should tend to raise the economy's capacity to produce goods and services, but the immediate effect of the lower participation rate is to reduce potential output.

The more modest cyclical rebound in the participation rate, all else being equal, would imply a somewhat faster decline in the unemployment rate.



1. The percentage of the population 15 years of age and over who have jobs or are looking for jobs.

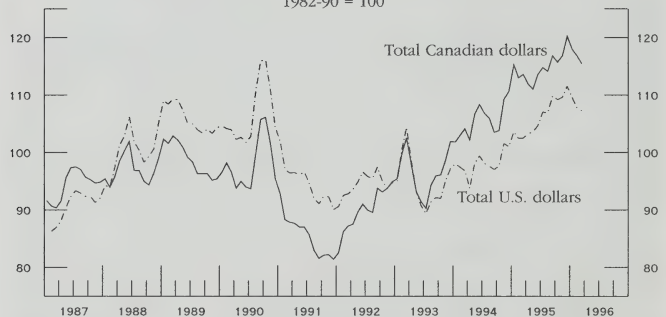
The exchange rate and commodity prices

Exchange rate effects on inflation have diminished considerably over the past six months.

Given the weight of imported goods in the average consumer basket in Canada, exchange rate movements typically feed through to core CPI by a factor of about one-fifth. Most of this adjustment normally takes place within two years after a change in the exchange rate. Accordingly, the impact on inflation of the major depreciation of the Canadian dollar (which was largely over by mid-1994) has diminished appreciably over the last six months. At the recent peak in measured inflation in May 1995, this effect was estimated to have accounted for over 1 percentage point of the core inflation rate of 2.7 per cent. This exchange rate effect is estimated to have fallen to about 0.5 percentage points in March 1996.

The decline in this effect has been clearly evident in the prices of motor vehicles, where the year-over-year rate of increase in Canada over that in the United States fell from 2.9 percentage points in January 1995 to 2.1 percentage points in February 1996. Increased competition and the effects of past improvements in productivity in both the retail and the manufacturing sectors have also put downward pressure on the prices of various imported and import-competing goods in recent months.

Chart 5
Bank of Canada Commodity Price Index
1982-90 = 100



The impact of past commodity price increases on inflation, at both the producer and consumer levels, is also diminishing.

World commodity prices (quoted in U.S. dollars) have on average remained at relatively high levels since last October (Chart 5). Price increases have been most pronounced for natural gas, crude oil, grains and lumber. Both natural gas and crude oil prices have risen considerably following colder-than-normal weather in much of North America and Europe. Crude oil prices have also been under considerable upward pressure because a resumption of petroleum sales by Iraq is unlikely in the near term. Lumber prices have recovered following improvements in the U.S. housing market and in anticipation of an agreement to tax Canadian exports to the United States if they exceed prescribed limits. Grain prices have continued to increase as a result of firm world demand and adverse

growing conditions in the United States. In contrast, the prices of most industrial materials have fallen because of weakening demand (given only moderate world output growth as well as efforts by users to reduce stocks) and substantial increases in supplies. Declines have been most pronounced in the case of pulp, where prices have fallen by more than 50 per cent from the peak in late 1995. The weakening in industrial materials prices received by Canadian commodity producers has been reflected in a marked deceleration in the year-over-year rise in both the aggregate industrial product price index (Chart 6) and aggregate export prices.

The impact of past commodity price increases continues to show up in selected consumer prices, with the clearest examples being the substantial price increases for both paper supplies and reading materials. However, here again, the impact on core inflation appears to be decreasing from a peak of about half a percentage point observed in the fall of 1995.



Cost control and other factors

A combination of sluggish demand in the second half of 1995 and fiercely competitive markets has maintained the pressure on producers to control costs and to raise productivity. Overall, cost increases have been low.

Wages, the largest component of total costs, continued to rise at a very moderate pace during 1995, with wage settlements averaging 1.4 per cent in the private sector and 0.6 per cent in the public sector. (The average settlements in the second half of the year were similar to those in the first half.) For the private sector, this represented a slight increase over the average in 1994, but in many cases wage increases have followed earlier substantial productivity gains. The unemployment rate has remained almost unchanged over the past six months, as encouraging gains in aggregate employment levels have been matched by similar increases in the labour force.

Productivity (output per person-hour) was virtually unchanged last year, after impressive gains in 1993 and 1994. The lack of growth in

Wage increases in 1995 picked up a little in the private sector but remained moderate overall.

Chart 7

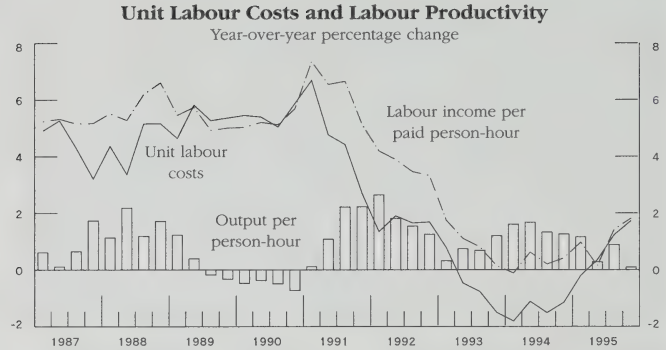
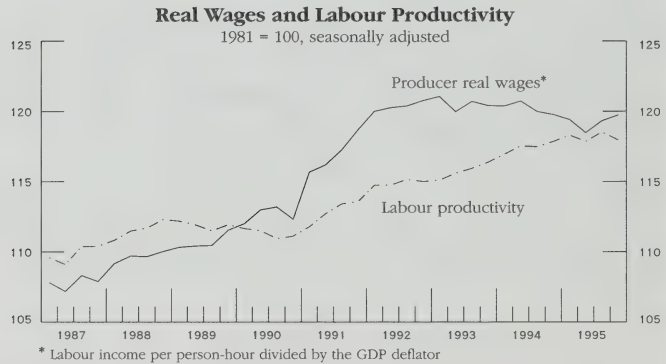


Chart 8



With lacklustre output growth, gains in productivity stalled and unit labour costs rose.

The producer real wage gap opened up slightly upwards year-end

productivity in the second half of 1995 resulted partly from the largely unanticipated slowing in demand towards year-end, since firms tend not to adjust their labour inputs fully to adverse demand shocks in the short run.

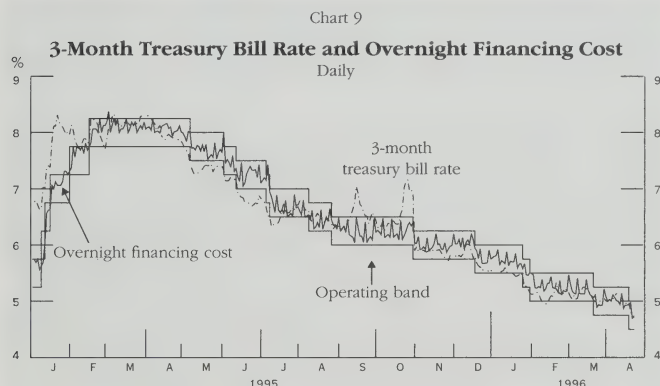
This combination of some wage gains and little change in aggregate productivity caused unit labour costs to rise in the second half of 1995 (Chart 7).

The gap between real wages and productivity opened up slightly in the second half of 1995 (Chart 8). This reflected a combination of moderate rises in wage rates, lower increases in producer prices and the lacklustre performance of labour productivity. The larger gap will encourage continued cost-containment measures, especially in the retail sector where the gap is most pronounced.

4. ACHIEVING THE INFLATION-CONTROL TARGETS

Monetary policy is aimed at keeping inflation within the 1 to 3 per cent inflation-control target range. In light of the accumulating evidence that the trend of inflation was moving into the lower half of the range, the Bank reduced the operating band for the overnight interest rate by one-quarter of a percentage point on six occasions since the last *Report* in order to ease monetary conditions (Chart 9). The first move (31 October) was the day after the Quebec referendum, as the Bank took the earliest opportunity following this period of heightened market uncertainty to react to the disinflationary pressure. Two of the cuts (on 19 December and 31 January) took advantage of reductions in the U.S. federal funds rate, two others (on 25 January and 21 March) followed reports indicating that inflation had moved firmly into the lower half of the target range, while the most recent cut (18 April) occurred in the context of reductions in official rates by a number of central banks in Europe.⁵

Monetary conditions have eased in response to disinflationary pressure.



Over this period, money market interest rates declined broadly in line with the overnight rate as financial markets reacted positively to the Bank's actions. Canada's solid inflation performance and the pronounced progress that has been made towards achieving stated fiscal policy objectives, as well as declining short-term interest rates globally, all contributed to this improved sentiment in the money market. Indeed, Canada-U.S. short-term interest rate differentials narrowed over this period and are now negative (Chart 10). Despite this development, the Canadian dollar continued to trade in a narrow range (Chart 11). The firmness of the dollar appears to reflect the same factors that are supporting the money market, as well as the recent marked improvement in the current account of Canada's balance of international payments.

3. Effective 22 February 1996, the Bank adopted a new method for setting the Bank Rate, tying it to the top of the Bank's operating band for the overnight rate (Technical Box 3). This change had no effect on monetary conditions.

Technical Box 3

Setting the Bank Rate

For about 16 years, the Bank Rate was set each week at a level equal to the average interest rate established at the auction of 3-month Government of Canada treasury bills, plus one-quarter of a percentage point.

On 22 February 1996 the Bank adopted a new approach, in which the Bank Rate is set at the upper limit of the operating band for the overnight financing rate — the rate at which major participants in the money market borrow and lend 1-day funds.

The operating band was established in mid-1994 when the Bank began acting to hold the overnight interest rate within a band of one-half of a percentage point.¹ Since then, the movements in this band have provided a better indication of changes in the stance of Bank policy than those in the 3-month treasury bill rate. This is because the Bank, through its operations, controls the overnight rate more directly than the 3-month rate. The 3-month rate is influenced both by the overnight rate and by market expectations of what the overnight rate will be over the next three months.

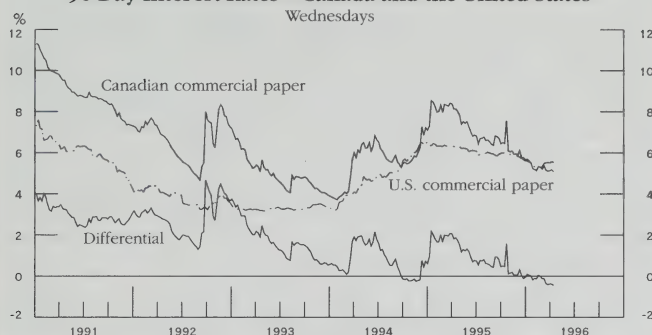
With the new arrangement, the Bank Rate and the Bank's operating band for overnight rates become consistent measures of the Bank's near-term policy stance. This eliminates the uncertainty and confusion that had existed previously as to which was the key indicator of the Bank's policy stance.

The change also made the Bank Rate a more appropriate interest rate for the Bank's transactions, which are typically for a 1-day term. These include advances to financial institutions and purchase and resale transactions with investment dealers.

The adoption of the new method followed discussions between the Bank and the financial community regarding the future implementation of monetary policy under a new electronic payments system that will provide same-day settlement for large value payments. In this future environment, the Bank will provide overnight financing at a cost equal to the upper limit of its operating band. Thus, the new method of setting the Bank Rate will continue to be appropriate in the future.

1. See "Monetary Policy Operations: Increased Emphasis on the Overnight Interest Rate" (Technical Box 3, page 16) in the November 1995 *Monetary Policy Report*.

Chart 10

90-Day Interest Rates – Canada and the United States

The decline in short-term interest rates has been reflected in the Bank's monetary conditions index (MCI) — a shorthand measure of the combined effect of changes in short-term interest rates and the exchange rate on aggregate demand (Chart 12). Since last autumn, monetary conditions have eased by the equivalent of about 200 basis points, attaining the lowest level in two years.

Chart 11

Canadian Dollar Exchange Rate

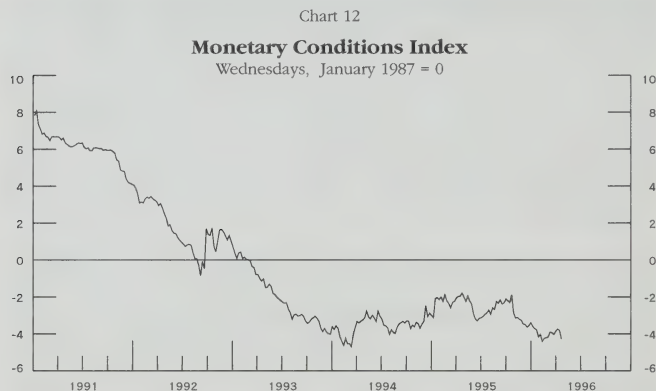
With many central banks cutting short-term interest rates, the international environment has provided a favourable backdrop for domestic rate reductions. Moreover, the reasons for easier monetary conditions in Canada seemed clear to market participants and, in most cases, the reduction in the overnight rate was anticipated by them and already factored into money market rates. The Bank, nevertheless, proceeded at a measured pace in lowering the operating band for the overnight rate. By doing so,

The Bank has proceeded at a measured pace in its policy actions ...

hoping to foster as much understanding and as little uncertainty as possible.

it hoped to foster as much understanding and as little uncertainty as possible about its policy actions at a time of narrowing short-term interest rate spreads and ongoing financial market attention to the high levels of government indebtedness and the political situation in Quebec.

At times in the past when there was significant financial market uncertainty, monetary policy actions aimed at easier monetary conditions provoked a sharp drop in the value of the Canadian dollar that set up expectations of further depreciation. This led to heavy selling of Canadian dollar assets and thus to sharp increases in interest rates — sometimes when lower rates would have been appropriate given the prevailing economic conditions. The measured approach to lowering overnight rates during the last six months appears to have helped minimize uncertainty, thereby facilitating the easing in monetary conditions.

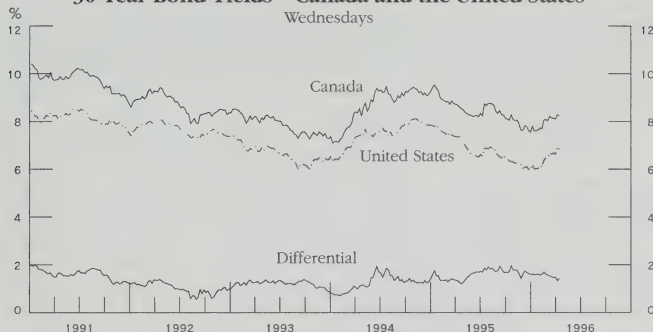


The premiums that medium- and long-term borrowers of Canadian dollars have had to pay relative to borrowers of U.S. dollars have begun to decline but remain relatively high, indicating that investor uncertainty has not disappeared. For example, the differential between Canadian and U.S. long-term yields has fallen below 1 1/2 per cent (Chart 13). This is down from the peak of 2 per cent prior to the Quebec referendum, but still significantly above the average of about 1 per cent during the 1970s and 1980s — a period when the differential incorporated a higher inflation rate in Canada than in the United States.

Chart 13

30-Year Bond Yields – Canada and the United States

Wednesdays



5. THE OUTLOOK FOR INFLATION

In assessing the outlook for inflation, the Bank must consider the implications of various factors — including the external economic environment, consumer and business confidence and monetary conditions — for the future course of aggregate demand. It also looks at information on measures of inflationary expectations and at the pace of monetary expansion to shed light on the future path of output and inflation.

Aggregate demand and supply

The most important element in Canada's external economic environment is the U.S. economy, which grew by 1.3 per cent during 1995. The year-end weakness in the U.S. economy continued in the early part of 1996 as a result of a series of federal government shutdowns and adverse weather conditions. However, as these temporary factors have disappeared and as domestic demand responds to the easing in short-term interest rates, the U.S. economy appears to be returning to a path of steady growth.

While economic expansion in the major European countries slowed during 1995, the Japanese economy began to show signs of renewed strength towards year-end. A general firming trend is anticipated among the major overseas countries during 1996, sustained in many cases by an easing in monetary conditions. In addition, continued expansion in the emerging markets of Southeast Asia is expected, as is a recovery in Latin America.

With further increases in supplies and ongoing reductions in stocks by users, prices for pulp and paper may continue to decline over the near term. The prices of both crude oil and natural gas should fall back as weather conditions moderate. Nevertheless, on average, the prices of other industrial commodities are expected to remain firm at high levels

External demand should continue to contribute to Canada's output growth.

consistent with a solid pace of expansion among the major industrial countries.

The positive contribution of external demand to the expansion of the Canadian economy should continue in the first half of 1996. This will be reinforced by the strong competitive position of Canadian industry, which favours both export growth and further substitution of domestic production for imports.

Domestic demand is also expected to begin to strengthen, but only gradually. With many households concerned about both job prospects and their financial situations, expenditures on big-ticket items will likely remain relatively modest over the near term. In addition, fiscal restraint will continue to affect aggregate demand directly. Ongoing inventory correction could also restrain the pace of activity, although to a lessening extent, and business investment intentions point to some softness after several years of rapid growth. Nonetheless, there are signs of a gathering momentum in domestic demand. Recent growth in employment and income, stemming partly from the expansion of net exports, should encourage household spending. The significant easing in monetary conditions since last spring should also begin to improve confidence and provide an important boost to domestic demand. Indeed, data on retail sales and sales of existing homes for the early part of the first quarter indicate that a recovery in household spending is under way. And with fiscal consolidation proceeding at all levels of government, risk premiums in interest rates along the yield curve have begun to decline and individuals have become less concerned about the possibilities of future tax increases.

All told, external and domestic factors suggest that economic activity will expand faster in the first half of 1996 than in 1995. However, the factors at work also suggest that slack in the economy will not be taken up in any significant way until the second half of the year. Recent private sector forecasts are broadly consistent with this scenario. These forecasts suggest that total demand (in volume terms) will expand by slightly under 2 per cent on an annual average basis in 1996, with a profile pointing to a strengthening in the pace of activity to around 3 per cent at annual rates in the second half of the year.

This analysis suggests that the downward pressure on the trend of inflation coming from excess supply will persist through the year. Similarly, labour market conditions will continue to contain wage pressures. It is also expected that stronger economic expansion this year will lead to renewed productivity growth, which will help keep overall cost increases low.

Although employment uncertainty and efforts to increase savings may somewhat restrain growth in household spending ...

... the pace of economic expansion in Canada should pick up in coming months.

Excess supply will nonetheless continue to place downward pressure on inflation.

Temporary factors affecting inflation

The pressure on core inflation from past depreciations and earlier commodity price increases should continue to abate over the next few months. Stabilization in the value of the Canadian dollar over the past year, together with recent declines in the prices of many industrial materials (especially pulp), is easing the pressure on core inflation from these sources. Furthermore, anecdotal evidence continues to suggest that competition in the Canadian retail marketplace remains intense, with strong consumer resistance to price increases.

Part of the decline in core inflation observed since November 1995 may have represented temporary discounting by retailers in an effort to clear unwanted stocks, especially seasonal items. Once retail inventories return to more normal levels, and to the extent that household demand starts to gather some strength, some of the recent reduction in core inflation that came from this discounting may be reversed.

On balance, the upward pressure on core inflation from transitory factors should continue to ease in coming months.

The effects of past exchange rate and commodity price movements on consumer prices should continue to abate.

Measures of inflation expectations

The formation of expectations can play an important role in the dynamics of inflation. For example, changes in the exchange rate or in commodity prices, instead of just affecting the price level, can influence the trend of inflation through their impact on expectations. Over the past year, however, such relative price movements seem to have affected core inflation only temporarily, and short-term inflation expectations have subsequently begun to fall back. In the December quarterly survey of Canadian business confidence conducted by the Conference Board, 83 per cent of respondents expected inflation to be 2 per cent or less over the near term, compared with 72 per cent in the previous survey. In the Conference Board's March quarterly *Survey of Forecasters*, it was anticipated that CPI inflation would average about 1.6 per cent in 1996, down from just under 2.5 per cent six months ago, and would edge up to just under 2.0 per cent in 1997. Longer-term inflation expectations reported in the surveys have also fallen into line with the midpoint of the inflation-control target range, indicating the growing credibility of monetary policy (Technical Box 4).

Long-term inflation expectations can also be gauged by looking at the yield differential between long-term conventional (or nominal) and Real Return Government of Canada bonds (Chart 14). While this differential is affected by a number of factors other than inflation expectations, the influence of these other factors probably changes slowly.⁴

Expectations of inflation continue to decline.

4. Two factors would tend to widen the differential between conventional and Real Return bonds. One is a premium on conventional bonds for inflation uncertainty. The other is that Real Return Bonds would typically attract a clientele with greater risk aversion to inflation and higher inflation expectations. A third factor, acting in the opposite direction, is that the yield on Real Return Bonds incorporates a premium to compensate investors for the liquidity risk associated with the small size and low trading activity of the Real Return Bond market.

Technical Box 4

Target Inflation and Expectations

Inflation-control targets can help anchor inflation expectations. The more credible the targets, the more they reduce the risk that relative price increases stemming from exchange rate or other temporary shocks will generate expectations of higher trend inflation. The adjustment of expectations to targets may take time because credibility is earned only gradually in light of the actual evolution of inflation and the perceived commitment of the authorities. An examination of the profile of inflation forecasts over the 1990s illustrates how expectations have adjusted to the Bank's targets.

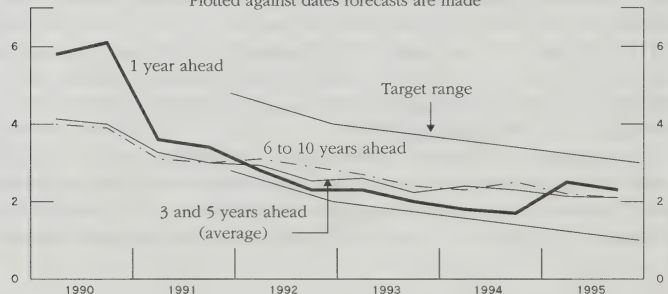
Both the Conference Board's *Survey of Forecasters* and Consensus Economics' *Consensus Forecasts* show that expectations of future inflation declined fairly steadily from over 4 per cent in the first half of 1990 to a little over 2 per cent by the second half of 1995, with similar profiles at prediction horizons ranging from one year to 6 to 10 years.¹

However, the fact that medium-term expectations remained above the midpoint of the target range for some time is consistent with expectations adjusting only gradually to the targets. In the first half of 1992, for instance, expected inflation rates for 1995 and 1997 were still around 3 per cent, well above the target midpoints for those years. However, by the second half of 1995, expectations at the 3- and 5-year horizons had been trimmed to roughly 2 per cent, broadly consistent with the midpoint of the announced range through 1998.

While the adjustment of medium-term expectations to targets was probably encouraged by the actual experience of a declining trend in inflation, short-term expectations were sensitive to short-run movements in inflation. Changes in expectations at the 1-year horizon, for example, echoed changes in current inflation in 1994 and 1995, but expectations at longer horizons remained on a fairly stable downward trend. This suggests that in the last two years, forecasters have tended to discount deviations of current inflation from the midpoint of the target range as temporary developments.

Inflation Expectations at Various Horizons*

Plotted against dates forecasts are made



* Based on various surveys of consumer price inflation by Consensus Economics Inc.

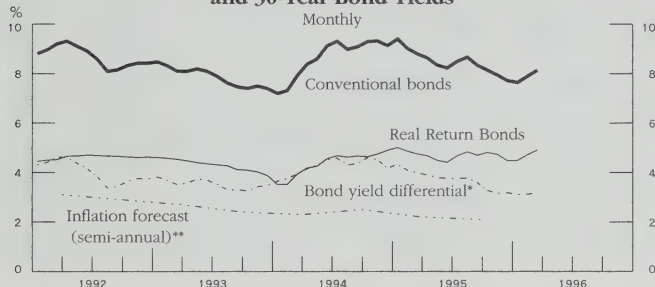
1. In 1990, inflation expectations for 1991 reached 6 per cent, owing to the planned introduction of the GST, but expected inflation for 1992 and subsequent years was about 4 per cent.

Thus, movements in that differential probably reflect changes in inflation expectations reasonably well. Moreover, in contrast to survey data, this measure of expectations is available continuously and reflects actual financial decisions based on forecasts of inflation by market participants.

The differential rose to a peak of about 4.6 per cent in mid-1994 and has come down since that date somewhat more rapidly than the longer-term forecasts of inflation. It currently stands at about 3 1/4 per cent — close to its lowest level since Real Return Bonds were first issued in 1991.

Chart 14

CPI Inflation Forecasts 6 to 10 Years Ahead and 30-Year Bond Yields



* The differential is calculated using the appropriate compound interest formula.

** Source: Consensus Economics Inc.

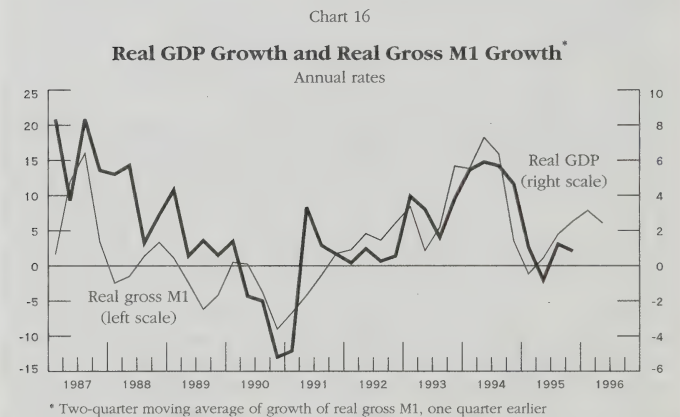
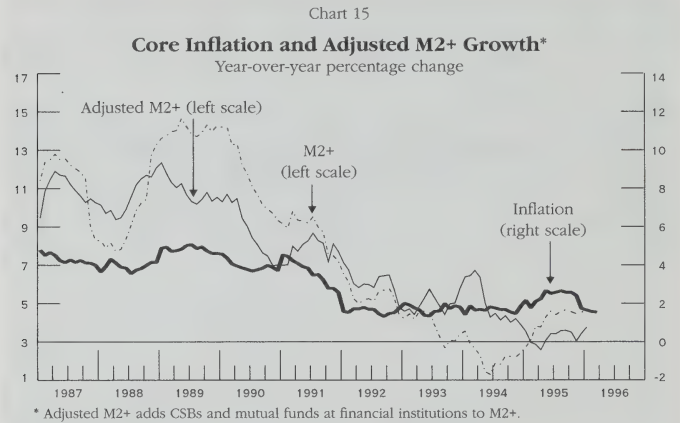
Monetary indicators

Monetary aggregates have been useful indicators of near-term output and price-level developments. For inflation, the broad aggregate M2+ (especially when adjusted for substitution into longer-term mutual funds) has been the best indicator (Chart 15). It has been growing at between 3 and 5 per cent annually for some time, which is consistent with inflation remaining in the bottom half of the target range.

The most valuable indicator of near-term changes in output has been real M1. This narrow aggregate, which measures the real value of transactions balances in the economy, grew quite rapidly throughout 1995 (Chart 16). Some of this reflects rising deposits in current accounts in response to the more competitive interest rates paid on some of these accounts (Technical Box 4 in the November 1995 *Report*). However, even after allowing for this technical factor, the expansion of real M1 appears consistent with a pickup in GDP growth in the first half of 1996.

Monetary aggregates point to low inflation and rising economic activity.

Recent work at the Bank has identified a statistical model in which M1 provides leading information about the medium-term trend of inflation. This model suggests that inflation will average under 2 per cent per annum over the next couple of years.⁵



5. In the spring 1996 issue of the *Bank of Canada Review*, the article "Recent developments in monetary aggregates and their implications" by Louis-Robert Laflair and Walter Engert summarizes recent econometric research at the Bank on the M1 aggregate.

6. CONCLUSIONS

As anticipated six months ago in the last *Report*, the effects of past exchange rate and commodity price movements on inflation have begun to wane. Thus, both total and core CPI inflation have moved into the lower half of the inflation-control target range. This movement occurred somewhat earlier than expected, partly as a result of price discounting by retailers in response to weak consumer demand.

With a significant amount of excess supply in the Canadian economy, the outlook for the balance of 1996 is for the core rate of inflation to remain in the lower half of the inflation-control target range. This prospect is reinforced by a projected further unwinding of the temporary effects on inflation stemming from past movements in the exchange rate and commodity prices.

For the medium term, a key issue is whether the trend of inflation might move below the Bank's 1 to 3 per cent target range for inflation control. As discussed in the *Report*, a solid pickup in the pace of activity through 1996 and into next year is expected to begin to take up economic slack. Nevertheless, the fact that this scenario would still leave a margin of excess supply in the economy points to the possibility of the trend of inflation falling below 1 per cent six to eight quarters into the future. This in turn would imply an easing in the desired *medium-term* path of monetary conditions. However, consideration must also be given to the possibility that, in response to the significant easing in monetary conditions that has occurred during the past six months, the economy could turn out to be much stronger, particularly if there were a pronounced turnaround in economic confidence among households. Some further monitoring of the flow of economic information may therefore be needed to come to a judgment on the balance of risks regarding the trend of inflation.

The near-term inflation outlook remains consistent with the Bank's inflation-control target range.

*This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
Gordon Thiessen, Bernard Bonin, Charles Freedman, Paul Jenkins,
Tim Noël and Sheryl Kennedy.*

Bibliography

- Bank of Canada. 1991. "Targets for reducing inflation: Announcements and background material." *Bank of Canada Review* (March): 3-21.
- _____. 1991. "Targets for reducing inflation: Further operational and measurement considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3-23.
- _____. 1993-94. "Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on monetary policy objectives." *Bank of Canada Review* (winter): 85-86.
- Conference Board of Canada. 1996. *Index of Business Confidence* (winter).
- _____. 1996. *Index of Consumer Attitudes* (spring).
- _____. 1996. *Survey of Forecasters* (March).
- Consensus Economics Inc. *Consensus Forecasts*. London, U.K.: Philip M. Hubbard. Various issues, 1991-1995.
- Freedman, Charles. 1994. "The use of indicators and of the monetary conditions index in Canada." In *Frameworks for Monetary Stability: Policy Issues and Country Experiences*, edited by Tomás J. T. Baliño and Carlo Cottarelli. Washington: International Monetary Fund. (Copies of the paper are available from the Bank of Canada.)
- _____. 1995. "The role of monetary conditions and the monetary conditions index in the conduct of policy." *Bank of Canada Review* (autumn): 53-59.
- Lafleur, Louis-Robert and Walter Engert. 1996. "Recent developments in monetary aggregates and their implications." *Bank of Canada Review* (spring): 3-11.
- Thiessen, Gordon G. 1995. "Uncertainty and the transmission of monetary policy in Canada." The HERMES-Glendon Lecture. *Bank of Canada Review* (summer): 41-58.
- _____. 1996. "Monetary and fiscal policies: Orientations and interactions." Speech to *The World in 1996 Conference*. *Bank of Canada Review* (spring): 67-72.

FURTHER INFORMATION ABOUT THE BANK OF CANADA

Internet

<http://www.bank-banque-canada.ca>

The Bank's home page offers general background as well as timely access to press releases, speeches by the Governor and many of our major publications. Current exchange rates are updated daily.

Publications

Bank of Canada Review

A quarterly publication that combines economic commentary and feature articles with a set of statistical tables. By subscription.

Bank of Canada Annual Report

Provides an overview of the central bank's functions as well as financial statements. Published annually in March. Without charge.

Weekly Financial Statistics

A 16-page package of banking and money market statistics. By subscription.

For information about these and other publications, contact
Publications Distribution.

234 Wellington Street, Ottawa, K1A 0G9

Telephone: (613) 782-8248

E-mail: publications@bank-banque-canada.ca

Public Information

For general information on the role and functions of the Bank,
contact our Public Information office.

Telephone: (613) 782-7201

Fax: (613) 782-7713

POUR OBTENIR DE PLUS AMPLES RENSEIGNEMENTS SUR LA BANQUE DU CANADA

Internet

<http://www.bank-banque-canada.ca>
La page d'accueil de la Banque contient des renseignements généraux et permet un accès rapide aux communiqués de presse et aux allocations du gouverneur, à un grand nombre de nos principales publications ainsi qu'aux taux de change, qui sont mis à jour quotidiennement.

Publications

Revue de la Banque du Canada
Condensé trimestriel de commentaires sur l'actualité économique, d'articles de fond et de tableaux statistiques. Sur abonnement.
Rapport annuel de la Banque du Canada
Survol des fonctions de la banque centrale et états financiers. Paraît en mars. Gratuit.

Bulletin hebdomadaire de statistiques financières
Recueil de 16 pages de statistiques sur les banques et le marché monétaire. Sur abonnement.

Pour se renseigner sur ces publications et d'autres, s'adresser au :
Service de la diffusion des publications
234, rue Wellington, Ottawa (Ontario) K1A 0G9
Téléphone : (613) 782-8248
Courrier électronique : publications@bank-banque-canada.ca

Information publique

Pour obtenir des renseignements généraux sur le rôle et les fonctions de la Banque, communiquer avec le Service d'information publique :
Téléphone : (613) 782-7201
Télécopieur : (613) 782-7713

Bibliographie

- Banque du Canada (1991). «Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui», *Revue de la Banque du Canada*, mars, p. 3-21.
- _____ (1991). «Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure», *Revue de la Banque du Canada*, septembre, p. 3-23.
- _____ (1993-1994). «Déclaration du gouvernement et de la Banque du Canada au sujet des objectifs de la politique monétaire», *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 85-86.
- Conference Board du Canada (1996). *Indice de confiance des entreprises*, hiver.
- _____ (1996). *Indice des attitudes des consommateurs*, printemps.
- _____ (1996). *Survey of Forecasters*, mars.
- Consensus Economics Inc. (1991-1995). *Consensus Forecasts*, Philip M. Hubbard, Londres (R.-U.), divers numéros.
- Freedman, Charles (1994). «The use of indicators and of the monetary conditions index in Canada», *Frameworks for Monetary Stability: Policy Issues and Country Experiences*, publié sous la direction de Tomás J. T. Balino et Carlo Cottarelli, Fonds monétaire international, Washington. (On peut se procurer des tirés à part de l'étude auprès de la Banque du Canada.)
- _____ (1995). «Le rôle des conditions monétaires et de l'indice des conditions monétaires dans la conduite de la politique», *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 53-59.
- Laflair, Louis-Robert et Walter Engert (1996). «L'évolution récente des agrégats monétaires et ses conséquences», *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 3-11.
- Thiessen, Gordon G. (1995). «L'incertitude et la transmission de la politique monétaire au Canada», Conférence HERMES-Glendon, *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 41-58.
- _____ (1996). «Les orientations et interactions de la politique monétaire et de la politique budgétaire», allocution prononcée à l'occasion de la conférence *The World in 1996*, *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 67-72.

6. CONCLUSIONS

Comme le prévoyait le précédent rapport, paru il y a six mois, l'effet des variations antérieures du taux de change et des prix des produits de base sur l'inflation commence à s'atténuer. Ainsi, tant le taux d'accroissement de l'IPC global que celui de l'indice de référence sont descendus dans la moitié inférieure de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation. Cette évolution s'est produite un peu plus tôt que prévu, en raison notamment des rabais pratiqués par les détaillants dans l'espoir de relancer la consommation.

Étant donné l'importante offre excédentaire au sein de l'économie canadienne, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait demeurer dans la moitié inférieure de la fourchette cible jusqu'à la fin de 1996, d'autant plus que les effets temporaires sur l'inflation des variations passées du taux de change et des prix des produits de base devraient s'estomper davantage.

À moyen terme, il reste à savoir si le taux de l'inflation tendanciellement tombera en deçà de la limite inférieure de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % que vise la Banque. Comme il a été mentionné plus haut, les capacités inutilisées devraient commencer à se résorber grâce à une nette reprise de l'activité tout au long de 1996 et au début de l'an prochain. Mais même dans ce cas, l'offre demeurerait excédentaire, ce qui laisserait supposer que l'inflation tendanciellement pourrait tomber sous la limite de 1 % dans six à huit trimestres. Si ce scénario se concrétisait, on pourrait envisager un assouplissement de la trajectoire souhaitée à moyen terme pour les conditions monétaires. En revanche, il faut considérer la possibilité qu'à la faveur de la détente marquée des conditions monétaires survenue au cours des six derniers mois, l'économie se révèle beaucoup plus robuste, surtout si un fort regain de confiance se dessine chez les ménages. Il faudra donc continuer à suivre de près les données économiques avant de pouvoir se faire une idée de la résultante des risques entourant la tendance de l'inflation.

*L'inflation prévue à court
terme demeure en dessous de
la fourchette de maîtrise de
l'inflation que vise la Banque.*

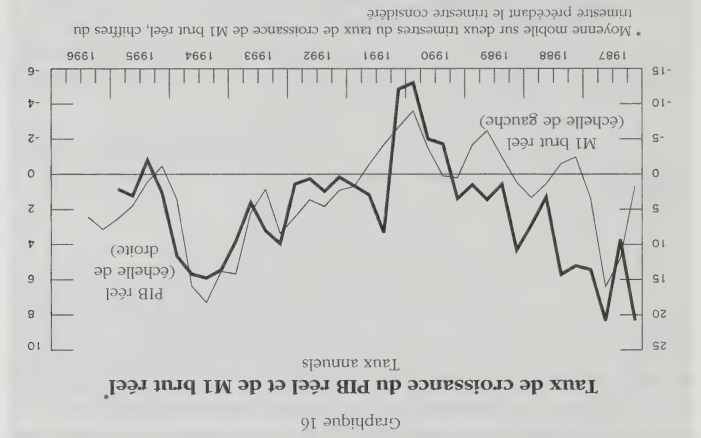
*Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du
Canada, composé de Gordon Thiessen, Bernard Boudin, Charles Freedman,
Paul Jenkins, Tim Noel et Sheryl Kennedy.*

Les indicateurs monétaires

Les agrégats monétaires constituent des indicateurs utiles de la production à court terme et de l'évolution des prix. L'indicateur qui prévoit avec le plus de justesse l'évolution à court terme de l'inflation est l'agrégat au sens large M2+ (surtout lorsqu'il est corrigé pour tenir compte de la substitution entre ses composantes et les fonds mutuels de placements à plus long terme) (Graphique 15). Il connaît depuis un certain temps une croissance annuelle de 3 à 5 %, ce qui est compatible avec le maintien du taux d'inflation dans la moitié inférieure de la fourchette cible.

L'agrégat M1 en termes réels est l'indicateur des variations à court terme de la production qui s'est avéré le plus utile. Cet agrégat au sens étroit, qui mesure le volume des encaisses de transaction dans l'économie, s'est très fortement accru tout au long de 1995 (Graphique 16). Son essor s'explique en partie par l'augmentation des dépôts dans les comptes courants survenue à la suite du relèvement à un niveau plus concurrentiel des taux d'intérêt versés sur certains de ces comptes (voir la Note technique 4 de la livraison de novembre 1995 du *Rapport*). Cependant, même lorsqu'on tient compte de ce facteur d'ordre technique, l'expansion de M1 en termes réels semble compatible avec une accélération de la croissance du PIB au premier semestre de 1996.

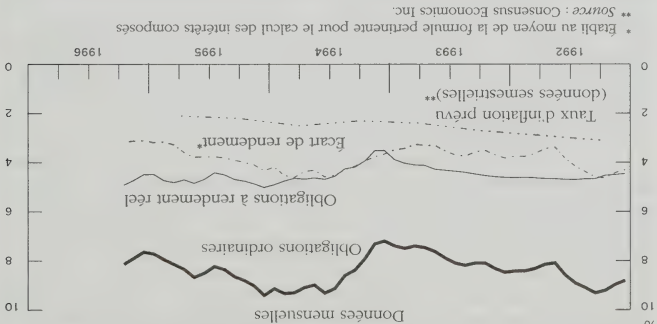
Dans le cadre de travaux récents, la Banque s'est dotée d'un modèle statistique dans lequel M1 fournit des indications avancées sur la tendance à moyen terme de l'inflation. D'après ce modèle, le taux d'inflation annuel se situera en moyenne sous les 2 % au cours des deux ou trois prochaines années.



5. Dans le numéro du printemps 1996 de la *Revue de la Banque du Canada*, l'article de Louis-Robert Laflair et de Walter Engert, intitulé *L'évolution récente des agrégats monétaires et ses conséquences*, résume les travaux économétriques effectués récemment à la Banque sur l'agrégat M1.

Taux d'augmentation de l'IPC moyen prévu pour 6 à 10 ans plus tard et taux de rendement des obligations à 30 ans

Graphique 14

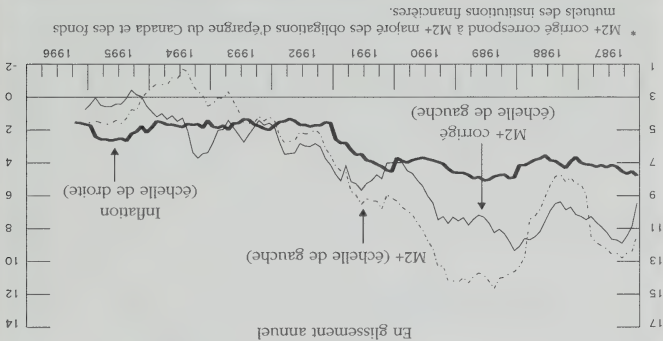


attentes. De plus, contrairement aux données tirées des enquêtes, cet écart est une mesure disponible à tout moment et il traduit les décisions d'ordre financier effectivement prises en fonction du taux d'inflation escompté par les participants aux marchés.

L'écart de rendement, qui a atteint un sommet d'environ 4,6 % au milieu de 1994, s'est replié depuis un peu plus rapidement que le taux d'inflation prévu à long terme selon les enquêtes. À environ 3 1/4 %, cet écart avoisine actuellement le plus bas niveau qu'il ait atteint depuis le lancement, en 1991, des premières obligations à rendement réel.

Taux d'inflation selon l'indice de référence et taux de croissance de M2+ corrigé*

Graphique 15



L'inflation visée et les attentes en matière d'inflation

Note technique 4

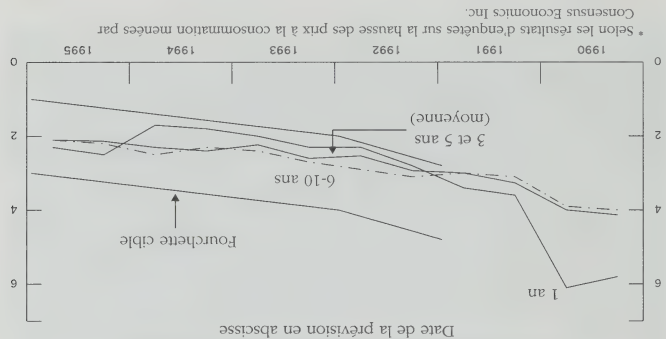
Des cibles de maîtrise de l'inflation peuvent servir de points d'ancrage aux attentes en matière d'inflation. Plus elles sont crédibles, plus elles réduisent le risque que des hausses des prix relatifs dues à des variations du taux de change ou à d'autres chocs passagers poussent les agents à anticiper une montée de l'inflation tendancielle. L'ajustement des attentes à de telles cibles peut être lent, car cette crédibilité ne s'acquiert que de façon graduelle, à la limite de l'évolution effective de l'inflation et de la volonté d'agir manifestée par les autorités. Un examen des prévisions d'inflation réalisées durant les années 90 montre comment les attentes se sont ajustées aux cibles de la Banque.

Selon l'enquête du Conférence Board auprès des prévisionnistes et l'enquête analogique (*Consensus Forecasts*) menée par Consensus Economics, les taux d'inflation attendus sont passés de façon assez graduelle de plus de 4 % au premier semestre de 1990 à un peu plus de 2 % au second semestre de 1995, avec des profils similaires pour les horizons de prévision allant de 1 an à 6-10 ans¹.

Cependant, le fait que les taux attendus à moyen terme soient restés au-dessus du point médian de la fourchette cible pendant un certain temps indique que les attentes ne se sont ajustées que progressivement aux cibles fixées. Au premier semestre de 1992 par exemple, les taux d'inflation prévus pour 1995 et 1997 avoisinaient encore les 3 %, chiffre bien supérieur au point médian de la fourchette arrêtée pour ces années. Toutefois, au second semestre de 1995, les taux prévus aux horizons de 3 et de 5 ans ne se situaient plus qu'à 2 % environ, soit aux alentours du point médian de la fourchette visée jusqu'en 1998.

Si l'ajustement des attentes à moyen terme aux cibles fixées a probablement été favorisé par la tendance à la baisse de l'inflation, les attentes à court terme, quant à elles, ont réagi aux fluctuations de courte durée du taux d'inflation. Par exemple, les variations des taux d'inflation attendus à l'horizon d'un an ont reflété celles des taux observés en 1994 et 1995, alors que les taux attendus à plus long terme ont continué à diminuer assez régulièrement. Il semble donc que, depuis deux ans, les prévisionnistes aient généralement considéré les écarts du taux d'inflation par rapport au point médian de la fourchette cible comme des phénomènes temporaires.

Taux d'inflation attendus à divers horizons*



1. En 1990, le taux d'inflation attendu pour 1991 a atteint 6 % du fait de l'insaturation prévue de la TPS, mais le taux attendu pour 1992 et les années suivantes était d'environ 4 %.

Le repli de l'inflation mesurée par l'indice de référence observé depuis novembre 1995 peut s'expliquer en partie par les rabais que les détaillants ont consentis pendant un certain temps dans le but d'écouler leurs inventaires, surtout des articles saisonniers. Une fois que les stocks se seront rétablis à des niveaux plus normaux, et dans la mesure où la demande des ménages commence à se raffermir, la part du repli de l'inflation attribuable aux rabais pourrait s'inverser.

Tout compte fait, les pressions à la hausse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence qui découleraient de facteurs transitoires devraient continuer à s'atténuer dans les mois à venir.

Les mesures des attentes relatives à l'inflation

La formation d'attentes peut jouer un rôle important dans la dynamique de l'inflation. Ainsi, des variations du taux de change ou des prix des produits de base peuvent influencer non seulement le niveau des prix, mais aussi la tendance de l'inflation par leur incidence sur les attentes relatives à l'inflation. Au cours de l'année dernière cependant, de tels mouvements de prix relatifs semblent n'avoir influé que de façon temporaire sur l'inflation mesurée par l'indice de référence et le taux d'inflation attendu à court terme a commencé à descendre. Dans l'enquête trimestrielle que le Conference Board du Canada a menée en décembre sur les perceptions des entreprises canadiennes, 83 % des répondants s'attendaient à ce que l'inflation se situe à 2 % ou moins à court terme; lors de l'enquête précédente, 72 % des répondants avaient été de cet avis. Selon les résultats de l'enquête trimestrielle que cet institut a menée en mars auprès d'organismes de prévision, le taux d'inflation mesuré par l'IPC devrait se situer en moyenne à environ 1,6 % en 1996, en baisse par rapport au niveau de près de 2,5 % prédit six mois plus tôt, et remonter juste au-dessous de 2,0 % en 1997. Selon diverses enquêtes, le taux d'inflation attendu à long terme est tombé au point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation, ce qui témoigne de la crédibilité croissante dont jouit la politique monétaire (Note technique 4).

Les attentes relatives à l'inflation à long terme peuvent aussi être estimées à l'aide de l'écart de rendement entre les obligations à long terme ordinaires (c'est-à-dire à rendement nominal) et les obligations à rendement réel du gouvernement canadien (Graphique 14). S'il est vrai qu'un certain nombre de facteurs autres que les attentes relatives à l'inflation agissent sur cet écart, leur influence varie probablement lentement⁴. Les fluctuations de l'écart de rendement devraient par conséquent refléter d'une manière assez fidèle les modifications de ces

4. Deux facteurs tendraient à creuser l'écart entre les obligations ordinaires et les obligations à rendement réel. Le premier est la prime versée sur les obligations ordinaires pour tenir compte de l'incertitude entourant l'inflation. Le second tient au fait que les obligations à rendement réel attirent généralement des investisseurs qui ont une plus grande aversion pour le risque d'inflation et qui s'attendent à un taux d'inflation plus élevé. Un troisième, qui joue en sens inverse, est dû au fait que le rendement des obligations à rendement réel comprend une prime visant à dédommager les investisseurs du risque de liquidité qui découle de la petite taille et du peu d'activité du marché des obligations à rendement réel.

demeurer assez modestes au cours des prochains mois. En outre, les restrictions budgétaires continueront de faire sentir leurs effets directement sur la demande globale. La correction des niveaux des stocks qui est en train de s'opérer pourrait également freiner l'activité économique, quoique son incidence devrait s'atténuer, et l'enquête sur les intentions d'investissement révèle un certain fléchissement des entreprises après plusieurs années de progression rapide. On observe néanmoins des signes d'intensification de la demande intérieure. La croissance récente de l'emploi et des revenus, attribuable en partie à l'essor des exportations nettes, devrait raviver les dépenses des ménages. L'assouplissement marqué des conditions monétaires depuis le printemps de l'année dernière devrait aussi commencer à donner lieu à un regain de confiance et à stimuler fortement la demande intérieure. De fait, les données sur les ventes au détail et la revenue de maisons pour le début du premier trimestre témoignent d'un redressement des dépenses des ménages. En outre, les primes de risque incorporées à toute la gamme des taux d'intérêt ont commencé à diminuer à la faveur des efforts d'assainissement budgétaire entrepris par tous les niveaux de gouvernement, et la crainte de nouvelles hausses d'impôt qu'entretenaient les particuliers s'est atténuée.

À en juger par les facteurs externes et internes à l'œuvre, l'activité économique progressera plus rapidement au premier semestre de 1996 qu'en 1995. Toutefois, ces facteurs donnent également à penser que les capacités inutilisées dans l'économie ne seront pas absorbées de façon appréciable avant le deuxième semestre de l'année. Selon des prévisions récentes émanant du secteur privé, qui abandonnent dans le même sens, la demande globale (en termes réels) connaîtra en 1996 une croissance légèrement inférieure à 2 % en taux annuel moyen et le rythme de l'activité économique s'accélérera pour atteindre environ 3 % en taux annuel au cours du deuxième semestre.

Cela suggère que les pressions à la baisse sur la tendance de l'inflation engendrées par une offre excédentaire persisteront toute l'année et que, parallèlement, la situation du marché du travail continuera à contenir les pressions sur les salaires. Par ailleurs, le renforcement attendu de l'expansion de l'économie cette année devrait se traduire par de nouveaux gains de productivité, qui contribueront à limiter les hausses globales des coûts.

Les facteurs temporaires qui influencent l'inflation

Les pressions que les dépréciations passées du dollar et le renchérissement des produits de base exercent sur l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient continuer de s'atténuer pendant la dernière année et les cours de nombreuses matières industrielles (surtout la pâte à papier) ayant récemment baissé. Qui plus est, selon certaines sources, la concurrence demeure vive dans le secteur de la vente au détail au Canada, car les consommateurs sont très réfractaires aux relèvements de prix.

... le rythme d'expansion
économique devrait
s'accroître au Canada
durant les prochains
mois.

L'offre excédentaire
continuera néanmoins à
pousser l'inflation à la
baisse.

Les effets des variations
passées du taux de
change et des cours des
produits de base sur les
prix à la consommation
devraient continuer à
s'amoindrir.

5. LES PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'INFLATION

Dans son évaluation des perspectives d'inflation, la Banque doit tenir compte de l'incidence de divers facteurs sur l'évolution future de la demande globale, notamment la conjoncture économique internationale, la confiance des consommateurs et des entreprises et les conditions monétaires. Pour se faire une meilleure idée de la trajectoire future de la production et de l'inflation, la Banque considère aussi les mesures des attentes en matière d'inflation et le rythme auquel croît la masse monétaire.

La demande et l'offre globales

L'élément le plus important de la conjoncture économique internationale dans laquelle le Canada évolue est le niveau de l'activité aux États-Unis, qui a connu en 1995 une progression de 1,3 %. La faiblesse qu'affichait l'économie américaine en fin d'année s'est poursuivie au début de 1996 par suite des interruptions des services dans l'administration fédérale et du mauvais temps. Toutefois, avec la disparition de ces facteurs temporaires et l'ajustement de la demande intérieure au repli des taux d'intérêt à court terme, l'économie américaine semble avoir retrouvé un rythme de croissance durable.

L'activité économique s'est essouffie dans les principaux pays européens en 1995, mais elle a commencé à donner des signes de vigueur au Japon vers la fin de l'année. De façon générale, les grandes économies des pays d'outre-mer devraient connaître un raffermissement en 1996, soutenu dans bien des cas par un assouplissement des conditions monétaires. Parallèlement, on s'attend à ce que la croissance se poursuive sur les marchés naissants d'Asie du Sud-Est et qu'une reprise s'amorce en Amérique latine.

Étant donné les nouvelles augmentations de l'offre et les réductions de stocks auxquelles procèdent actuellement les utilisateurs, les prix de la pâte et du papier pourraient continuer de reculer à court terme. Les cours de pétrole brut et du gaz naturel devraient tous deux redescendre avec l'amélioration des conditions météorologiques. Néanmoins, ceux des autres matières industrielles devraient rester fermes en moyenne, se maintenant à des niveaux élevés comparables avec un rythme d'expansion robuste dans les grands pays industriels.

La demande extérieure devrait continuer d'alimenter l'expansion de l'économie au Canada au premier semestre de 1996; elle sera soutenue en cela par la forte position concurrentielle des entreprises canadiennes, qui favorise la croissance des exportations et une plus grande substitution de produits nationaux aux produits importés. On s'attend à ce que la demande intérieure commence aussi à se raffermir, mais seulement de façon graduelle. Comme de nombreux ménages sont préoccupés à la fois par les perspectives d'emploi et par leur situation financière, les dépenses en articles coûteux devraient

*La demande extérieure
devrait continuer à
alimenter la croissance
de la production au
Canada.*

*Même si l'incertitude
entourant la situation de
l'emploi et les efforts
déployés pour accroître
l'épargne peuvent dans
une certaine mesure
freiner la croissance de la
dépense des ménages...*

*pour que ses mesures
de politique monétaire
soient bien comprises
et génèrent le moins
d'incertitude possible.*

avec circonspection la fourchette opérationnelle pour le taux du financement à un jour. C'est qu'elle tenait à ce que ses mesures de politique monétaire soient bien comprises et génèrent le moins d'incertitude possible à un moment où les écarts entre les taux d'intérêt à court terme se rétrécissaient et où les marchés financiers continuaient de prêter attention aux hauts niveaux d'endettement du secteur public et à la situation politique au Québec.

Il est arrivé par le passé, lorsque régnait une grande incertitude sur les marchés financiers, que les mesures de politique monétaire prises pour assouplir les conditions monétaires provoquent une forte chute de la valeur du dollar canadien, donnant lieu à des attentes de nouvelles dépréciations. Cela engendrait des ventes massives d'avoirs en dollars canadiens et, par conséquent, de vives augmentations des taux d'intérêt, même lorsque la conjoncture économique se prêtait à des baisses de taux. La circonspection avec laquelle la Banque a procédé à l'abaissement du taux du financement à un jour au cours des six derniers mois semble avoir contribué à atténuer l'incertitude et, partant, favoriser l'assouplissement des conditions monétaires.

Bien qu'elles aient commencé à décroître, les primes que les emprunteurs à moyen et à long terme de dollars canadiens doivent verser en sus de ce que paient les emprunteurs de dollars américains sont encore assez élevées, signe que les investisseurs demeurent méfiants. En effet, l'écart entre les rendements à long terme canadiens et américains est tombé sous la barre des 1 1/2 % (Graphique 13), soit au-dessous du sommet de 2 % atteint à la veille du référendum québécois, mais bien au-dessus de la moyenne de 1 % environ observée durant les années 70 et 80, période pendant laquelle l'écart reflétait le fait que le taux d'inflation était plus élevé au Canada qu'aux États-Unis.

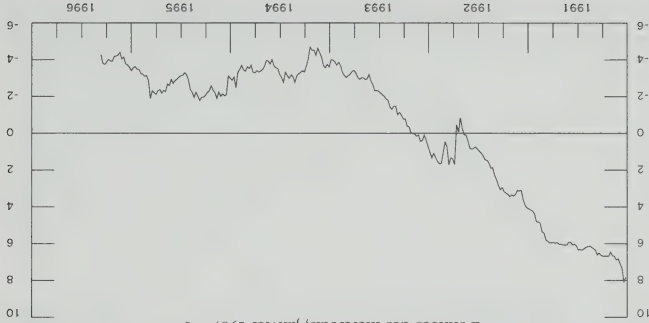
Graphique 13
Taux de rendement des obligations à 30 ans – Canada et États-Unis
Données des mercredis



Indice des conditions monétaires

Graphique 12

Données des mardis, janvier 1987 = 0



La Banque est intervenue

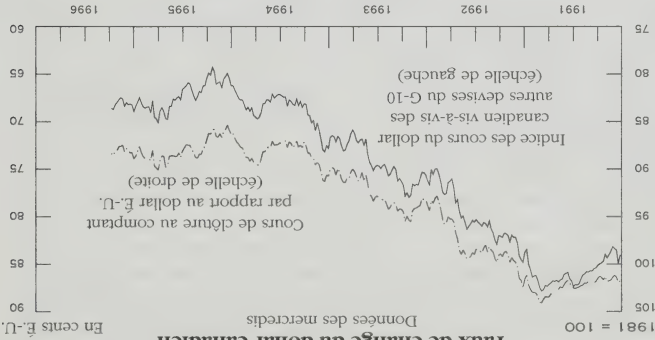
pour intervenir

La baisse des taux d'intérêt à court terme s'est reflétée dans l'indice des conditions monétaires (ICM), mesure dont la Banque s'est dotée pour avoir rapidement une idée de l'effet combiné qu'exercent sur la demande globale les variations des taux d'intérêt à court terme et celles du taux de change (Graphique 12). Depuis l'automne dernier, l'ICM a reculé d'environ 200 points de base, tombant à son plus bas niveau en deux ans. De nombreuses banques centrales ayant abaissé les taux d'intérêt à court terme, la situation à l'étranger était propice à une diminution des taux au pays. Par ailleurs, comme les participants aux marchés saisissaient bien les raisons qui motivaient l'assouplissement des conditions monétaires au Canada, ils avaient, dans la plupart des cas, anticipé les réductions du taux de financement à un jour, lesquelles se reflétaient déjà dans les taux du marché monétaire. La Banque a néanmoins abaissé

Taux de change du dollar canadien

Graphique 11

Données des mardis

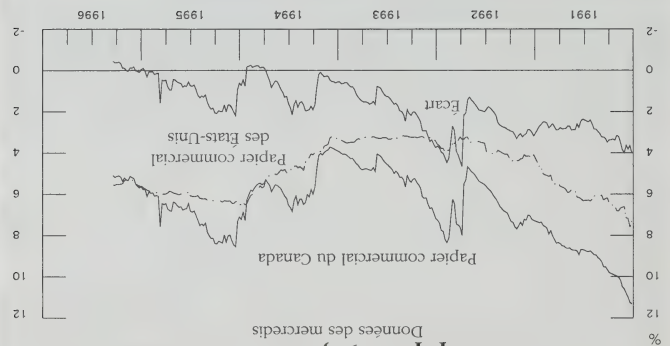


descendue dans la moitié inférieure de la fourchette cible et, enfin, le 18 avril, dans un climat marqué par les baisses de taux officiels pratiquées par un certain nombre de banques centrales européennes³.

Au cours de cette période, les taux d'intérêt du marché monétaire ont reculé en gros au même rythme que le taux du financement à un jour, les marchés financiers ayant réagi favorablement aux mesures prises par la Banque. Les bons résultats obtenus par le Canada sur le front de l'inflation, les nets progrès accomplis dans la réalisation des objectifs fixés par les gouvernements en matière budgétaire et la décune des taux d'intérêt à court terme à l'échelle internationale ont contribué à améliorer l'humour du marché monétaire. En effet, les écarts entre les taux d'intérêt à court terme canadiens et américains se sont réduits durant la période et sont maintenant négatifs (Graphique 10). Le dollar canadien a néanmoins continué de fluctuer à l'intérieur d'une bande étroite (Graphique 11). La vigueur du dollar semble tenir aux facteurs qui soutiennent le marché monétaire, ainsi qu'à la nette amélioration du solde de la balance courante du Canada qui s'est opérée récemment.

Graphique 10

Taux d'intérêt du papier à 90 jours – Canada et États-Unis



3. Le 22 février 1996, la Banque a changé les modalités d'établissement du taux officiel d'escompte; celui-ci correspond maintenant à la limite supérieure de la fourchette opérationnelle pour l'évolution du taux du financement à un jour (Note technique 3). Ce changement n'a eu aucune incidence sur les conditions monétaires.

L'établissement du taux officiel d'escompte

Note technique 3

Pendant environ 16 ans, le taux officiel d'escompte a été établi chaque semaine à 1/4 de point de pourcentage au-dessus du taux d'intérêt moyen obtenu à l'adjudication des bons du Trésor du gouvernement canadien à trois mois.

Le 22 février 1996, la Banque a adopté de nouvelles modalités selon lesquelles le taux d'escompte correspond maintenant à la limite supérieure de la fourchette opérationnelle visée pour le taux du financement à un jour, soit le taux auquel les principaux participants au marché monétaire empruntent et prêtent des fonds à un jour.

La fourchette opérationnelle a été établie au milieu de 1994, lorsque la Banque a commencé à mener ses opérations de façon à maintenir le taux du financement à un jour à l'intérieur d'un intervalle de 50 points de base¹. Depuis, les variations de cette fourchette fournissent une meilleure indication des changements d'orientation de la politique monétaire que ne le font celles du taux des bons du Trésor à trois mois. La raison en est que, par les opérations qu'elle effectue, la Banque peut exercer une influence plus directe sur le taux des fonds à un jour que sur celui des bons du Trésor à trois mois, qui est influencé tant par le taux à un jour que par les attentes du marché concernant l'évolution de ce dernier au cours des trois mois à venir.

L'adoption des nouvelles modalités a eu pour effet d'harmoniser les deux indicateurs de l'orientation à court terme de la politique monétaire que sont le taux d'escompte et la fourchette opérationnelle visée pour le taux du financement à un jour. Elle a ainsi permis d'éliminer la confusion qui régnait du fait qu'on se demandait lequel des deux taux était l'indicateur clé de l'orientation de la politique monétaire.

Grâce à la nouvelle formule, le taux d'escompte convient désormais mieux aux transactions effectuées par la Banque, qui sont généralement assorties d'une échéance d'un jour. Ces transactions comprennent les avances consenties aux institutions financières et les prises en pension conclues avec les courtiers en valeurs mobilières.

L'adoption des nouvelles modalités fait suite aux discussions que la Banque a tenues avec les milieux financiers sur la façon dont la politique monétaire sera mise en œuvre lorsqu'un nouveau système de transfert électronique permettra le règlement le jour même des gros paiements. Dans le cadre du nouveau système, les prêts à un jour accordés par la Banque seront assortis d'un taux égal à la limite supérieure de la fourchette opérationnelle. Les nouvelles modalités d'établissement du taux d'escompte conserveront donc leur pertinence dans l'avenir.

1. Voir la note technique 3, «L'importance accrue du taux d'intérêt à un jour dans la conduite de la politique monétaire», dans la livraison de novembre 1995 du *Rapport sur la politique monétaire* (p. 17).

L'écart entre le niveau du salaire réel et la productivité s'est légèrement creusé au deuxième semestre de 1995 (Graphique 8). Cela tient à la fois aux relèvements modérés des taux de rémunération, au taux d'accroissement plus faible des prix à la production et à la piètre croissance de la productivité du travail. L'élargissement de l'écart encouragera le maintien de mesures visant à contenir les coûts, en particulier dans le secteur du commerce de détail où l'écart est le plus prononcé.

4. LA RÉALISATION DES CIBLES DE MAÎTRISE

La politique monétaire menée actuellement vise à maintenir le taux d'augmentation des prix à l'intérieur de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation, qui va de 1 à 3 %. Face à l'accumulation de signes attestant que l'inflation tendentielle était en train de descendre dans la moitié inférieure de la fourchette, la Banque a cherché à assouplir les conditions monétaires en abaissant d'un quart de point de pourcentage les limites de sa fourchette opérationnelle pour le taux du financement à un jour, et ce, à six reprises depuis la parution du précédent rapport (Graphique 9).

Graphique 9



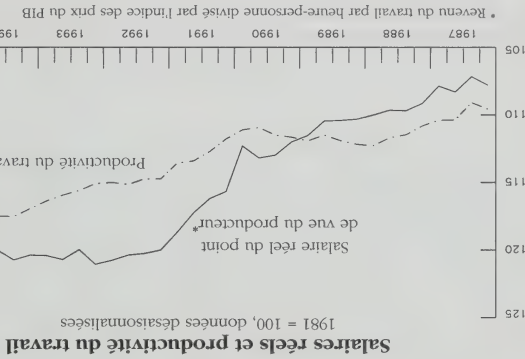
La première intervention a eu lieu le 31 octobre, soit le lendemain du référendum québécois; la Banque s'était alors empressée, après la période d'incertitude intense que les marchés venaient de vivre, de donner suite aux pressions à la baisse qui s'exerçaient sur l'inflation. La fourchette a aussi été réduite le 19 décembre et le 31 janvier, à la faveur de replis du taux des fonds fédéraux américains, le 25 janvier et le 21 mars, à la suite de la publication de chiffres confirmant que l'inflation était nettement

Les conditions monétaires se sont assouplies sous l'effet des pressions à la baisse exercées sur l'inflation.

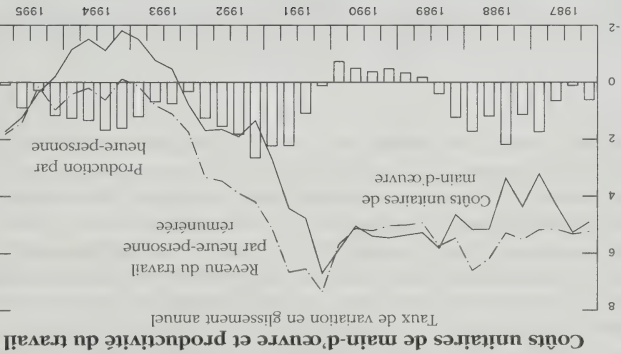
La productivité a marqué le pas en raison de la faible croissance de la production et les coûts unitaires de main-d'œuvre ont augmenté.

Après avoir affiché des gains impressionnants en 1993 et 1994, la productivité (production par heure-personne) n'a guère varié l'année dernière. Sa croissance a été nulle au deuxième semestre de 1995 en partie en raison du ralentissement, inattendu dans une large mesure, que la demande a enregistré vers la fin de l'année, les entreprises ayant tendance à n'opérer à court terme qu'un ajustement partiel de la main-d'œuvre lorsqu'il y a recul de la demande.

La modeste progression des salaires et le pleinement de la productivité globale, combinés, ont donné lieu à une hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre dans la dernière moitié de 1995 (Graphique 7).



Graphique 8



Graphique 7

C'est le prix de la pâte à papier qui a accusé les baisses les plus prononcées, soit plus de 50 % par rapport au sommet de la fin de 1995. Le recul des prix des matières industrielles obtenus par les producteurs canadiens de produits de base s'est reflété dans le ralentissement marqué de la croissance sur douze mois de l'indice des prix des produits industriels (Graphique 6) et de l'ensemble des prix à l'exportation. Le renchérissement antérieur des produits de base continue de se faire sentir dans certains prix à la consommation, l'exemple le plus éloquent en étant l'importante augmentation des prix de la papeterie et des livres, revues et journaux. Toutefois, la encore, l'effet du renchérissement sur l'indice de référence semble décroître par rapport au sommet d'environ un demi-point de pourcentage observé à l'automne 1995.



La maîtrise des coûts et les autres facteurs

L'apréte de la concurrence sur les marchés ont contraint les producteurs à poursuivre leurs efforts en vue de maîtriser les coûts et d'accroître la productivité. Dans l'ensemble, les coûts n'ont que peu augmenté. Les salaires, qui sont la principale composante des coûts, ont continué de croître à un rythme très modéré au cours de 1995; les hausses négociées dans le secteur privé ont atteint 1,4 % en moyenne, alors qu'elles se sont chiffrées à 0,6 % dans le secteur public. (Les hausses moyennes consenties au deuxième semestre étaient comparables à celles octroyées au premier.) Certes, dans le secteur privé, il y a eu une légère accélération par rapport à la moyenne de 1994, mais les augmentations salariales ont souvent fait suite à d'importants gains de productivité. Le taux de chômage est resté à peu près stationnaire au cours des six derniers mois, les progrès encourageants réalisés au chapitre du niveau global de l'emploi ayant été contrebalancés par un accroissement équivalent de la population active.

Les baisses salariales ont légèrement progressé dans le secteur privé en 1995, mais elles sont restées modérées dans l'ensemble.

L'indice de référence a atteint en mai 1995, cet effet n'expliquait plus que 0,5 point de pourcentage environ de la hausse en mars 1996. L'atténuation de l'effet de la baisse du dollar transparent clairement dans le prix des véhicules automobiles. L'écart entre les taux d'accroissement sur douze mois du prix des voitures au Canada et aux États-Unis est passé de 2,9 points de pourcentage en janvier 1995 à 2,1 points en février 1996. L'intensification de la concurrence et l'incidence des gains de productivité réalisés précédemment tant dans le commerce de détail que dans le secteur manufacturier ont aussi exercé au cours des derniers mois des pressions à la baisse sur les prix d'une gamme de produits importés et de produits en concurrence avec ceux-ci.

Graphique 5
Indice des cours des produits de base de la Banque du Canada



Les cours mondiaux des produits de base (exprimés en dollars E.-U.) sont demeurés en moyenne à des niveaux relativement élevés depuis octobre dernier (Graphique 5). Les augmentations de prix les plus fortes ont été enregistrées par le gaz naturel, le pétrole brut, les grains et le bois d'œuvre. Le gaz naturel et le pétrole brut ont renchéri considérablement en raison du froid inhabituel qui a sévi dans une bonne partie de l'Amérique du Nord et de l'Europe. Les prix du pétrole brut ont aussi subi de fortes pressions à la hausse du fait qu'il est improbable que l'Iraq recommence à vendre du pétrole à court terme. Les prix du bois d'œuvre se sont redressés par suite de l'amélioration de la situation sur le marché du logement aux États-Unis et en prévision de la conclusion d'une entente visant l'imposition de droits sur la part des exportations canadiennes vers les États-Unis qui dépassera les limites prescrites. Les prix des grains ont continué sur leur lancée à la faveur d'une demande mondiale soutenue et de conditions météorologiques préjudiciables aux cultures aux États-Unis. En revanche, les cours de la plupart des matières industrielles ont diminué sous l'effet d'un fléchissement de la demande (la croissance de la production mondiale n'ayant été que modérée et les utilisateurs s'étant efforcés de réduire leurs stocks) et des hausses considérables de l'offre.

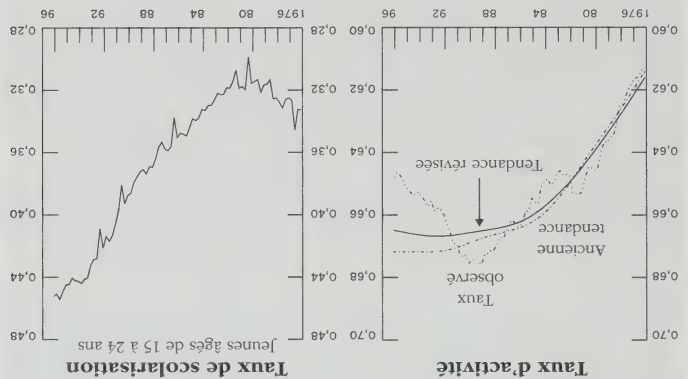
L'effet du
renchérissement passé
des produits de base sur
la baisse des prix, du
côté à la fois de la
production et de la
consommation, s'estompé
également.

Note technique 2

Le taux d'activité¹ est passé de 67 1/2 % environ au début de 1990 à 64 1/2 %

[illegible]

égales par ailleurs, par un recul un peu plus rapide du taux de chômage.



ou cherchent un travail

canadiennes. Cette demande aurait pu être encore plus élevée n'eût été la morosité de l'activité économique outre-mer et l'accès de faiblesse de l'économie américaine survenu vers la fin de l'année.

La modeste croissance de la demande globale observée au second semestre de 1995 a provoqué une hausse de la capacité excédentaire et, par voie de conséquence, une accentuation des pressions à la baisse sur la tendance de l'inflation. Selon certains signes, toutefois, l'offre globale aurait été moins forte ces dernières années qu'on ne l'avait estimé auparavant, en raison d'une diminution du taux tendanciel d'activité (Note technique 2). Cela a incité la Banque à réviser à la baisse, de 1 % environ depuis la publication du dernier rapport, son estimation de la production potentielle. Elle considère maintenant que l'écart de production s'est creusé pour s'établir entre 2 1/2 et 3 % à la fin de l'année, contre 2 et 2 1/2 % à la fin du premier semestre (Graphique 4).²

L'atonie de la demande globale a contribué à élargir l'écart entre la production observée et la production potentielle.



Le taux de change et les prix des produits de base

Etant donné le poids des produits importés dans la composition moyenne du panier de provisions du consommateur canadien, les variations du taux de change se répercutent en général sur l'indice de référence des prix à la consommation dans une proportion d'environ 20 %. En règle générale, la plus grande partie de cet ajustement s'opère au cours des deux années qui suivent le mouvement du taux de change. C'est ce qui explique que les répercussions sur l'inflation de la chute marquée du dollar canadien (qui était en gros terminée vers le milieu de 1994) se sont fortement atténuées au cours des six derniers mois. On estime que l'effet de la dépréciation antérieure de la monnaie comptait pour plus de 1 point de pourcentage dans le sommet de 2,7 % que l'inflation mesurée par la méthode employée par la Banque pour estimer la production potentielle est exposée dans la livraison de mai 1995 du *Rapport sur la politique monétaire* (Note technique 1, page 9).

L'incidence de l'évolution du taux de change sur le taux d'inflation s'est beaucoup atténuée au cours des six derniers mois.

La confiance des consommateurs

Note technique 1

La confiance des consommateurs — mesurée par l'indice des attitudes des consommateurs du Conference Board du Canada — a fortement diminué en 1995. Cette diminution tient surtout à l'aggravation marquée de l'incertitude entourant l'emploi, qui a stagné durant la majeure partie de 1995, et aux préoccupations grandissantes des ménages au sujet de leur situation financière.

Dans un contexte d'austérité budgétaire, de réduction des effectifs et de réorganisation du secteur public, de plus en plus de gens s'interrogent sur la sécurité de leur emploi. Parallèlement, la restructuring et les mises à pied se sont poursuivies dans le secteur privé, surtout dans les branches d'activité que la réglementation ou les barrières commerciales soustrayaient auparavant à la concurrence.

Plusieurs facteurs ont sans doute contribué à la détérioration de la situation financière des ménages. Le revenu disponible réel par travailleur a continué de régesser, la croissance des revenus avant impôt demeurant faible. En outre, à cause des hausses de taux d'intérêt survenues en 1994 et en 1995, les ménages se sont sentis plus vulnérables aux fluctuations des marchés financiers. Ces hausses de taux, conjuguées à l'accroissement du ratio de la dette au revenu disponible, ont entraîné une augmentation du ratio du service de la dette des ménages durant la majeure partie de l'année. Une nouvelle réduction des prix des maisons en 1995 a pu également renforcer le sentiment d'insécurité financière. Enfin, l'avent des régimes publics de pension a peut-être aussi suscité une inquiétude croissante.

À la lumière de cette évolution, les consommateurs jugeaient le moment peu propice à de gros achats. De fait, les dépenses qu'ils ont consacrées à l'achat d'articles coûteux comme les maisons, les véhicules automobiles et le mobilier de maison ont accusé une baisse considérable en 1995. Néanmoins, on s'attend à ce que plusieurs facteurs viennent provoquer un regain de confiance chez les consommateurs et une relance de leurs dépenses au cours des mois à venir. Une progression importante de l'emploi dans le secteur privé, comme celle enregistrée de décembre à mars, devrait réduire l'incertitude dans ce domaine, surtout si de plus en plus de postes à plein temps sont créés. Le net recul des taux d'intérêt observé depuis octobre aura pour effet d'abaisser le coût de la dette et d'assainir la situation financière de bien des ménages. La consommation devrait aussi redémarrer en raison de l'enrichissement attribuable au repli des taux d'intérêt et à l'augmentation des cours boursiers. De fait, certains signes indiquent déjà que les dépenses des ménages, en particulier les achats de maisons, ont commencé à se redresser au premier trimestre.

Les facteurs qui influencent l'inflation

Les capacités de production excédentaires et les ressources inutilisées sur le marché du travail ont continué d'exercer des pressions à la baisse sur l'inflation au cours des six derniers mois. Parallèlement, les pressions à la hausse sur le taux d'inflation engendrées par le renchérissement des produits de base et la dépréciation passée du dollar canadien se sont amoindries.

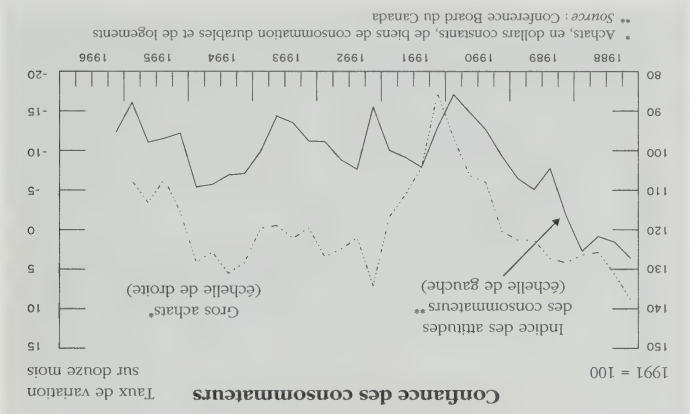
La demande et l'offre globales

L'accélération de l'activité économique n'a pas eu l'ampleur escomptée au second semestre de 1995.

Après avoir marqué le pas durant le premier semestre de 1995, l'activité économique a progressé quelque peu au second. Le dernier rapport trimestriel ne serait que timide, mais le regain de vigueur attendu pour la fin de l'année ne s'est pas concrétisé. Cela s'explique en partie par une nouvelle érosion de la confiance des ménages, qui ont réduit leurs dépenses en dépit d'une baisse sensible des taux d'intérêt (Graphique 3 et Note technique 1).

Au second semestre de 1995, l'activité économique a aussi été freinée par un ralentissement substantiel du rythme d'accumulation des stocks par rapport au semestre précédent. Par ailleurs, après plusieurs années de forte croissance, les investissements fixes des entreprises n'ont guère varié dans l'ensemble au cours de cette période.

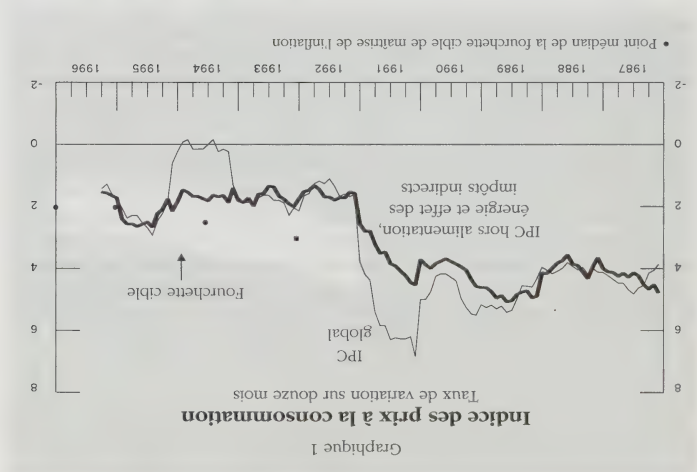
Graphique 3



À l'inverse de la demande intérieure, qui s'est affaiblie au second semestre de 1995, les exportations ont connu un essor marqué, à la faveur d'une accélération de la croissance économique aux États-Unis. Dans ce pays, le raffermissement de l'activité sur les marchés du logement et de l'automobile, conjugué à la persistance d'une forte demande de biens d'équipement, a contribué à stimuler la demande d'exportations

annuel de l'indice de prix en chaîne du PIB hors variation des stocks — une mesure des variations des prix qui tient compte des modifications de la composition de la dépense — a aussi diminué au cours de la même période¹.

Les autres grandes mesures de l'inflation ont aussi fléchi au second semestre de 1995.



Graphique 1



Graphique 2

1. Dans le calcul de l'indice de prix en chaîne du PIB hors variation des stocks, les fluctuations trimestrielles des prix sont pondérées par la valeur des composantes de la dépense observée le trimestre précédent.

3. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Une expansion monétaire excessive mène avec le temps à l'inflation. Toutefois, le temps qui s'écoule en la manifestation de ces deux phénomènes peut être long et difficile à prévoir. Le mécanisme de transmission de la politique monétaire est constitué d'une série de chaînons qui vont des mesures que prend la Banque pour influencer le taux du financement à un jour à l'incidence que celles-ci finissent par avoir sur l'inflation. La Banque s'emploie à imprimer indirectement à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec sa fourchette cible de maîtrise de l'inflation, lequel devrait, à son tour, favoriser une expansion économique durable.

Les mesures de politique monétaire doivent donc être prospectives, c'est-à-dire axées sur les facteurs qui agiront sur la tendance de l'inflation six à huit trimestres plus tard. L'évolution de la hausse des prix au cours de la dernière année montre clairement qu'il importe de faire la distinction entre les facteurs qui n'ont qu'un effet temporaire et les facteurs fondamentaux d'offre et de demande qui alimentent l'inflation au fil du temps. Les mesures de l'inflation ont augmenté tout au long du premier semestre de 1995 en raison de l'incidence que les variations du taux de change et des cours des produits de base ont eue sur les prix à la consommation. Toutefois, comme il avait été prévu dans les livraisons précédentes du *Rapport*, ces chocs temporaires n'ont guère eu d'influence sur la tendance de l'inflation. Ainsi, leur effet s'étant évanoué, l'inflation mesurée s'est repliée, et la présence d'une offre excédentaire au sein de l'économie est redevenue le principal facteur agissant sur l'inflation.

L'inflation et la fourchette cible

Comme le prévoyait le précédent rapport, le taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence est récemment descendu dans la fourchette cible. Toutefois, l'inflation a diminué un peu plus rapidement qu'on ne s'y attendait, en partie à cause des rabais pratiqués par les détaillants devant la faiblesse des dépenses de consommation. En mars 1996, le taux d'inflation sur douze mois mesuré par l'indice de référence était tombé à 1,5 %, comparativement à un sommet de 2,7 % atteint en mai 1995 (Graphique 1). Quant à l'IPC global, son taux d'accroissement sur douze mois a été de 1,4 %, en baisse par rapport à un sommet de 2,9 % atteint également en mai 1995. Les autres grandes mesures de l'inflation ont aussi fléchi au second semestre de 1995. La hausse annuelle de l'indice des prix à pondération fixe du PIB s'est chiffrée à 2,2 % au quatrième trimestre de 1995, contre 2,7 % au deuxième trimestre (Graphique 2). Le taux d'accroissement

La Banque encourage un taux d'expansion monétaire compatible avec sa fourchette cible de maîtrise de l'inflation.

La politique monétaire doit être axée sur les facteurs qui influencent la tendance de l'inflation six à huit trimestres plus tard.

L'inflation mesurée par l'indice de référence est passée de la moitié supérieure de la fourchette cible en 1995 à la moitié inférieure récemment.

1. INTRODUCTION

Le Rapport sur la politique monétaire présente l'évaluation que la Banque du Canada fait de la tendance de l'inflation au Canada et explique les mesures de politique monétaire qu'elle a jugé nécessaire d'appliquer pour maintenir la hausse des prix à l'intérieur de sa fourchette cible de maîtrise de l'inflation.

Les pressions à la baisse qui se sont exercées sur l'inflation au cours des six derniers mois ont justifié un assouplissement des conditions monétaires, que la Banque a encouragé en réduisant à plusieurs reprises la fourchette opérationnelle établie pour le taux du financement à un jour. Cet assouplissement s'est produit à la faveur d'une amélioration du climat sur les marchés financiers, attribuable aux progrès dans l'assainissement des finances publiques au Canada et à la décrue des taux d'intérêt à court terme à l'échelle internationale.

Néanmoins, la Banque a dû procéder avec circonspection, étant donné que l'écart entre les taux à court terme canadiens et américains se rétrécissait et est devenu négatif ces derniers temps. De plus, les marchés financiers continuent d'être préoccupés par l'endettement élevé du secteur public au Canada et la situation politique au Québec.

2. LES CIBLES DE MAÎTRISE DE L'INFLATION

Le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont arrêté en décembre 1993 une trajectoire cible d'évolution de l'inflation pour la période allant de la fin de 1995 à la fin de 1998. L'objectif visé est de maintenir le taux d'inflation dans une fourchette de 1 à 3 % durant cette période. D'ici la fin de 1998, le gouvernement et la Banque conviendront d'une nouvelle fourchette cible compatible avec la stabilité des prix.

Les cibles de maîtrise de l'inflation sont établies en fonction de l'indice des prix à la consommation (IPC). La Banque accorde plus de poids à une variante de cet indice qui exclut les aliments, l'énergie et l'effet des impôts indirects, étant donné que ces éléments sont la source d'une bonne part des mouvements temporaires de l'indice global. C'est ce qu'on appelle ici *l'indice de référence*. Sur de longues périodes, les mesures de l'inflation fondées sur l'IPC global et sur l'indice de référence tendent à afficher des profils d'évolution similaires. Par conséquent, lorsque l'inflation mesurée selon l'indice de référence suit la trajectoire cible établie, il devrait en être sensiblement de même du taux d'accroissement de l'IPC global. Toutefois, si les deux indices devaient conserver des profils d'évolution divergents, la Banque ajusterait la trajectoire souhaitée pour le taux d'augmentation de l'indice de référence de façon à ramener celui de l'IPC global à l'intérieur de la fourchette cible.

Les données que renferme le présent rapport s'arrêtent au 23 avril 1996.

«La politique monétaire canadienne est axée sur la réalisation de la stabilité des prix. Toutefois, il ne s'agit pas là d'une fin en soi, mais plutôt du moyen dont dispose la Banque du Canada pour promouvoir une économie productive, bien huilée et permettant aux Canadiens d'améliorer leur niveau de vie.»

— Gordon Thiessen

Allocution prononcée le 19 janvier 1996 à l'occasion de la conférence *The World in 1996* tenue à Toronto

Table des matières

1. Introduction 3

2. Les cibles de maîtrise de l'inflation 3

3. L'évolution récente de l'inflation 4

 L'inflation et la fourchette cible 4

 Les facteurs qui influencent l'inflation 6

4. La réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation .. 13

5. Les perspectives en matière d'inflation..... 18

 La demande et l'offre globales..... 18

 Les facteurs temporaires qui influencent l'inflation 19

 Les mesures des attentes relatives à l'inflation 20

 Les indicateurs monétaires 23

6. Conclusions..... 24

Bibliographie..... 25

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

Le dollar d'argent qui illustre la page couverture du Rapport célèbre le Griffon, le premier bateau à naviguer sur les Grands Lacs en amont des chutes du Niagara. L'explorateur René-Robert Cavelier, sieur de La Salle, construisit le Griffon comme un navire de commerce et le mena jusqu'à Michilimackinac et Green Bay. Lors du voyage de retour toutefois, celui-ci fut emporté par une tempête.



— mai 1996 —

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

A1
-N73
M56

MONETARY POLICY REPORT

— May 1996 —

Summary

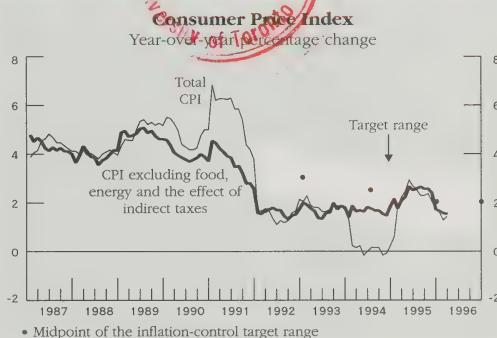
After having risen sharply in the first half of 1995, *core* inflation (as measured by the CPI excluding food, energy and the effect of indirect taxes) has recently moved back down into the lower half of the Bank of Canada's 1 to 3 per cent target range for inflation control.

This downward movement in the trend of inflation warranted an easing in monetary conditions, which the Bank of Canada has encouraged through reductions in its operating band for the overnight rate of interest. These policy actions were taken at a measured pace, given that differentials between short-term interest rates in Canada and the United States were narrowing and that financial markets have remained wary about the high levels of public sector debt in Canada and about the political situation in Quebec.

The outlook for 1996 is for the trend of inflation to remain in the lower half of the inflation-control target range and for a solid pickup in the pace of economic activity.

Factors at work on inflation

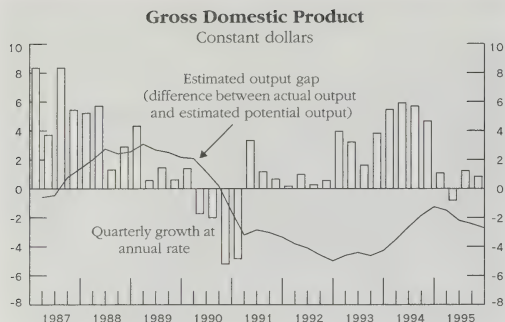
During the second half of 1995, slow growth of aggregate demand led to an increase in excess capacity in the Canadian economy and thus to continued downward pressure on the trend of inflation. (The Bank now estimates that the gap between actual and potential output



“The focus of Canadian monetary policy is on price stability. However, the Bank of Canada does not pursue price stability for its own sake but rather as a means of contributing to a well-functioning, productive economy, capable of providing Canadians with a rising standard of living.”

— Gordon Thiessen

Speech given at *The World in 1996*
Conference, 19 January 1996



widened to about 2 1/2 to 3 per cent at year-end.)

This weakness in economic activity was partly the result of declining consumer confidence in the face of uncertain job prospects and growing concern among households about their financial situations. Aggregate demand was also held back by the direct effects of public sector restraint. In the corporate sector, companies reduced their rate of inventory accumulation following a buildup of stocks in the first half of the year, and business fixed investment showed little change after several years of strong growth.

In marked contrast to the sluggishness in domestic demand, exports increased sharply in the second half of 1995 as the U.S. economy continued to operate at virtually full capacity. Exports might have been even stronger if not for slow economic activity overseas and some temporary weakness in the United States towards the end of the year.

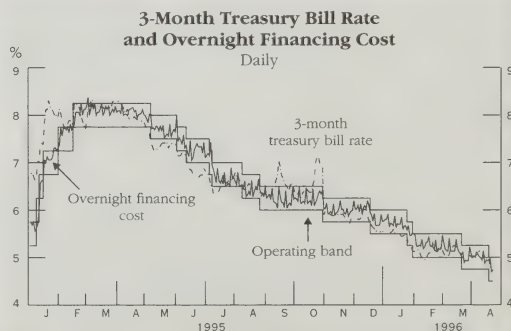
Two other factors contributed directly to the recent decline in the 12-month rate of increase in consumer prices. First, the effects of the past depreciation of the Canadian dollar have diminished considerably over the last six months. Second, the impact of past increases in commodity prices, while still apparent at both the consumer and producer levels, has also subsided.

In terms of costs, the combination of sluggish demand in the second half of 1995 and fiercely competitive markets has kept up the pressure on producers to control costs. Wage increases picked up a little in the private sector but stayed moderate overall. Unemployment remained largely unchanged over the past six months as encouraging gains in aggregate employment levels were matched by increases in the labour force.

After impressive gains in 1993 and 1994, productivity growth stalled in 1995. The lack of growth in productivity in the second half of the year resulted partly from the largely unanticipated slowing in demand towards year-end, since firms tend not to adjust their production inputs fully to short-term declines in demand. Combined with moderate wage gains, this caused unit labour costs to rise somewhat.

Achieving the inflation-control targets

Since the last *Report*, the Bank has reduced its operating band for overnight interest rates by one-quarter of a percentage point on six occasions, in light of accumulating evidence that the trend of inflation was moving into the lower half of the target range. With these actions, monetary conditions have eased by the equivalent of about 200 basis points since



last autumn, reaching the lowest level in two years.

Although the climate for interest rate reduction was favourable, the Bank employed a measured approach in its policy actions. This approach was aimed at fostering as much understanding and as little uncertainty about its actions as possible in an effort to try to avoid unfavourable market reactions.

Financial markets responded positively to the Bank's actions, and money market rates declined broadly in line with the overnight rate. Canada's solid inflation performance and pronounced progress towards achieving stated fiscal policy objectives, as well as global reductions in short-term interest rates, all contributed to this improved market sentiment. Canada-U.S. short-term interest differentials narrowed and are now negative. Despite this, the Canadian dollar has remained firm, reflecting these same factors as well as the recent marked improvement in Canada's current account. While the interest rate premiums paid on medium- and long-term funds borrowed in Canadian dollars (compared with U.S. dollars) have declined, they remain relatively high — an indication that investor uncertainty has not disappeared.

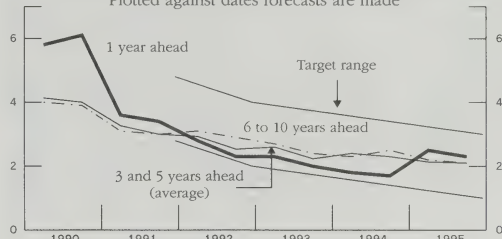
The outlook for inflation

The United States, Canada's most important trading partner, is expected to experience a steady pace of expansion over the remainder of 1996, once the temporary drag from severe weather and federal government shutdowns disappears.

A general firming trend is also expected among overseas economies in 1996. Japan is already showing signs of renewed strength, and expansion should continue in the emerging markets of Southeast Asia and Latin America. Thus, external demand should continue to bolster Canada's output growth.

Inflation Expectations at Various Horizons*

Plotted against dates forecasts are made



* Based on various surveys of consumer price inflation by Consensus Economics Inc.

At the same time, there are signs of gathering momentum in domestic demand in Canada. Although concern about job prospects and efforts to increase savings may continue to dampen the growth in household spending, the significant drop in short-term interest rates together with recent encouraging growth in employment and income should boost consumer confidence.

All told, these factors suggest that the pace of expansion should improve in the first half of 1996 and pick up further in the second half. However, it is unlikely that slack in the economy will begin to be taken up until late in the year, indicating that downward pressure on the trend of inflation will persist throughout the year.

The Bank also looks to information on the pace of monetary expansion and on measures of inflation expectations to shed light on the outlook for economic activity and inflation. The monetary aggregates support the view that activity will pick up while inflation will remain in the lower half of the target range in the first half of 1996. Measures of inflation expectations have fallen broadly in line with the midpoint of the bank's inflation-control target range, indicating the growing credibility of monetary policy.

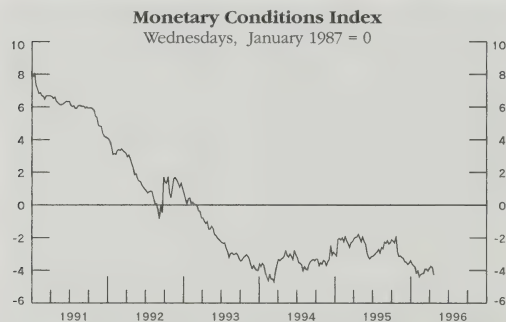
Conclusions

With a significant amount of excess supply in the Canadian economy, the outlook for the balance of 1996 is for the trend of inflation to remain in the lower half of the inflation-control target range.

For the medium term, a key issue is whether the trend of inflation might move below the Bank's 1 to 3 per cent target range. As suggested above, a solid pickup in the pace of economic activity through 1996 and into next year is expected to begin to take up economic slack. Nevertheless, the fact that this scenario would still leave a margin of excess supply in the economy points to the possibility of the trend of inflation

falling below 1 per cent six to eight quarters into the future. This in turn would imply an easing in the desired *medium-term* path of monetary conditions.

However, consideration must also be given to the possibility that in response to the significant easing in monetary conditions that has occurred during the past six months, the economy could turn out to be much stronger, particularly if there were a pronounced turnaround in economic confidence among households. Some further monitoring of the flow of economic information may therefore be needed to come to a judgment on the balance of risks regarding the trend of inflation.



Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually. Copies of the full *Report* and of the *Summary* may be obtained by contacting: Publications Distribution, Secretary's Department, Bank of Canada, 100 King Street West, Toronto, Ontario, Canada K1A 0G9; telephone (613) 782-8248; e-mail publications@bank-banque-canada.ca.

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

– mai 1996 –

Sommaire

Après avoir enregistré une forte hausse au premier semestre de 1995, le taux d'inflation mesuré par l'*indice de référence* (IPC hors alimentation, énergie et effet des impôts indirects) est récemment redescendu dans la moitié inférieure de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % que vise la Banque du Canada.

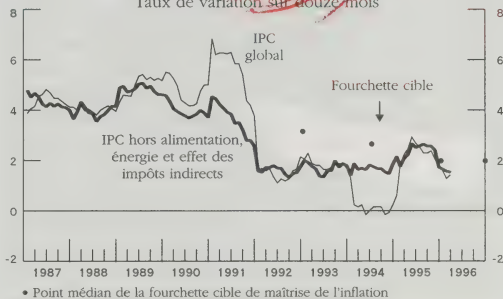
Ce mouvement de repli de la tendance de l'inflation a justifié un assouplissement des conditions monétaires, que la Banque du Canada a favorisé en réduisant sa fourchette opérationnelle pour le taux du financement à un jour. La Banque a dû procéder avec circonspection, étant donné que l'écart entre les taux à court terme canadiens et américains se rétrécissait et que les marchés financiers demeuraient inquiets au sujet de l'endettement élevé du secteur public au Canada et de la situation politique au Québec.

On s'attend à ce que le taux de l'inflation tendancielle demeure dans la moitié inférieure de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation et à ce qu'il y ait une nette reprise de l'activité économique en 1996.

Les facteurs qui influencent l'inflation

L'atonie de la demande globale au second semestre de 1995 a provoqué une hausse de la capacité excédentaire au sein de l'économie canadienne, de sorte que les pressions à la baisse sur la tendance de l'inflation se sont maintenues. (La Banque estime maintenant que l'écart entre la production observée et la production potentielle s'est creusé pour

Indice des prix à la consommation
Taux de variation sur douze mois

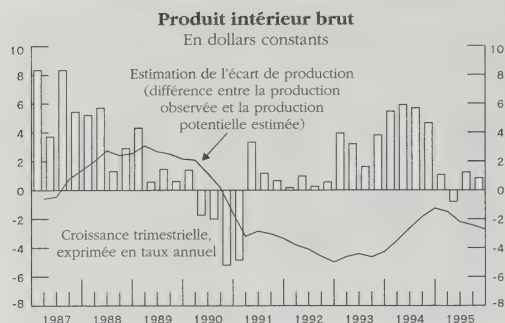


• Point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation

«La politique monétaire canadienne est axée sur la réalisation de la stabilité des prix. Toutefois, il ne s'agit pas là d'une fin en soi, mais plutôt du moyen dont dispose la Banque du Canada pour promouvoir une économie productive, bien huilée et permettant aux Canadiens d'améliorer leur niveau de vie.»

– Gordon Thiessen

Extrait d'une allocution prononcée
le 19 janvier 1996 à l'occasion de la
conférence *The World in 1996*



s'établir entre 2 1/2 et 3 % environ à la fin de l'année.)

La faiblesse de l'activité économique s'explique en partie par l'érosion de la confiance des ménages devant des perspectives d'emploi incertaines et les préoccupations grandissantes que suscite chez ces derniers leur situation financière. La croissance de la demande globale a aussi été freinée par les effets directs des restrictions budgétaires mises en œuvre par les administrations publiques. De leur côté, les entreprises ont réduit le rythme d'accumulation de leurs stocks, qui avait été élevé au premier semestre, et les investissements fixes n'ont guère varié après plusieurs années de forte progression.

Tranchant avec le tassement de la demande globale, les exportations ont connu un essor marqué au second semestre de 1995, l'économie américaine ayant continué de fonctionner tout près des limites de sa capacité. La demande d'exportations aurait pu être encore plus élevée n'eût été la morosité de l'activité économique outre-mer et l'accès de faiblesse qu'a connu l'économie américaine vers la fin de l'année.

Deux autres facteurs ont contribué directement au récent repli du taux d'accroissement sur douze mois des prix à la consommation. Premièrement, l'incidence de la dépréciation passée du dollar canadien s'est beaucoup atténuée au cours des six derniers mois. Deuxièmement, l'effet du renchérissement passé des produits de base, même s'il se fait encore sentir du côté

à la fois de la production et de la consommation, s'estompe également.

Par ailleurs, la stagnation de la demande observée au second semestre de 1995 et l'âpreté de la concurrence sur les marchés ont contraint les producteurs à poursuivre leurs efforts en vue de maîtriser les coûts. Les augmentations salariales ont légèrement progressé dans le secteur privé, mais elles sont demeurées modérées dans l'ensemble. Le taux de chômage est resté à peu près stationnaire au cours des six derniers mois, car les progrès encourageants réalisés au chapitre du niveau global de l'emploi ont été contrebalancés par un accroissement équivalent de la population active.

Après avoir affiché des gains impressionnants en 1993 et 1994, la productivité a marqué le pas en 1995. Au deuxième semestre, sa croissance a été nulle, en partie en raison du ralentissement, inattendu dans une large mesure, que la demande a enregistré vers la fin de l'année, les entreprises ayant tendance à n'opérer qu'un ajustement partiel des facteurs de production lorsqu'il y a un recul de la demande sur courte période. Le piétinement de la productivité et la modeste progression des salaires, combinés, ont donné lieu à une légère hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre.

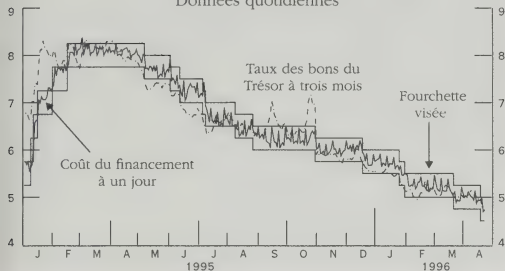
La réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation

Depuis la parution du dernier rapport, la Banque a abaissé les limites de sa fourchette opérationnelle pour le taux du financement à un jour d'un quart de point de pourcentage, à six reprises, face au nombre croissant de signes attestant que l'inflation tendancielle était en train de descendre dans la moitié inférieure de la fourchette cible. Dans la foulée de ces interventions, l'indice des conditions monétaires a reculé d'environ 200 points de base depuis l'automne dernier et est ainsi tombé à son plus bas niveau en deux ans.

Même si la conjoncture se prêtait à un recul des taux d'intérêt, la Banque a procédé

Taux des bons du Trésor à trois mois et coût du financement à un jour

Données quotidiennes



avec circonspection à l'application de ses mesures de politique monétaire. Elle tenait à ce que celles-ci soient bien comprises et génèrent le moins d'incertitude possible afin de prévenir des réactions défavorables de la part des marchés.

Les marchés financiers ont réagi favorablement aux mesures de la Banque, et les taux d'intérêt du marché monétaire ont reculé sensiblement au même rythme que le taux du financement à un jour. Les bons résultats obtenus par le Canada sur le front de l'inflation, les nets progrès accomplis dans la réalisation des objectifs fixés par les gouvernements en matière budgétaire et la décline des taux d'intérêt à court terme à l'échelle internationale ont contribué à améliorer l'humeur du marché monétaire. Les écarts entre les taux d'intérêt à court terme canadiens et américains se sont rétrécis durant la période et sont maintenant négatifs. Le dollar canadien est néanmoins resté ferme, ce qui tient aux facteurs qui soutiennent le marché monétaire ainsi qu'à l'amélioration marquée du solde de la balance courante du Canada qui s'est opérée récemment. Bien qu'elles aient diminué, les primes que les emprunteurs de fonds à moyen et à long terme en dollars canadiens ont eu à verser (en sus de ce que paient les emprunteurs de dollars américains) sont encore relativement élevées, signe que les investisseurs demeurent méfiants.

Les perspectives en matière d'inflation

L'économie des États-Unis, principal partenaire commercial du Canada, devrait connaître un rythme d'expansion soutenu d'ici la fin de 1996, une fois disparues les répercussions temporaires du mauvais temps et des interruptions des services dans l'administration fédérale.

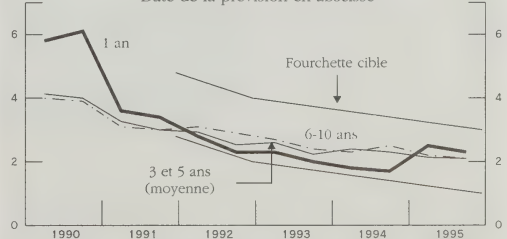
De façon générale, on s'attend aussi à ce que la croissance soit plus vive dans les économies d'outre-mer en 1996. Au Japon, l'activité économique donne déjà des signes d'un regain de vigueur, et on prévoit que l'expansion se poursuivra sur les marchés naissants d'Asie du Sud-Est et d'Amérique latine. Par conséquent, la demande extérieure devrait continuer d'alimenter la croissance de la production au Canada.

Parallèlement, certains signes témoignent d'un ressaisissement de la demande intérieure au Canada. Si le fait que les ménages demeurent préoccupés au sujet des perspectives d'emploi et s'efforcent d'accroître leur épargne peut continuer de ralentir la croissance de leurs dépenses, il reste que la baisse appréciable des taux d'intérêt à court terme, conjuguée à des facteurs encourageants tels que la croissance récente de l'emploi et des revenus, devrait raviver la confiance des consommateurs.

Tout compte fait, le rythme d'expansion économique devrait s'améliorer au premier semestre de 1996 et s'accélérer encore au second. Toutefois, les capacités inutilisées

Taux d'inflation attendus à divers horizons*

Date de la prévision en abscisse



* Selon les résultats d'enquêtes sur la hausse des prix à la consommation menées par Consensus Economics Inc.

dans l'économie ne commenceront probablement à être absorbées que vers la fin de l'année, ce qui donne à penser que les pressions à la baisse sur la tendance de l'inflation persisteront toute l'année.

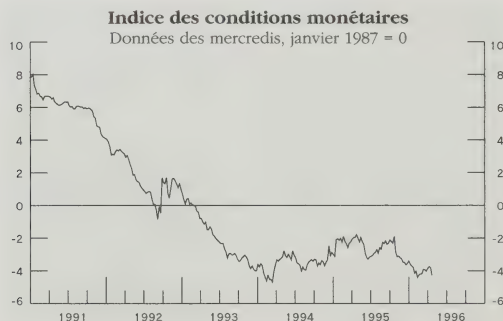
Pour se faire une idée des perspectives en matière d'activité économique et d'inflation, la Banque considère aussi le rythme d'expansion de la masse monétaire et les mesures des attentes relatives à l'inflation. L'évolution des agrégats monétaires conforte le point de vue selon lequel l'activité économique s'accélérera alors que le taux d'inflation se maintiendra dans la moitié inférieure de la fourchette cible au premier semestre de 1996. Selon les mesures des attentes, le taux d'inflation escompté est tombé en gros au point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation, ce qui témoigne de la crédibilité croissante dont jouit la politique monétaire.

Conclusions

Étant donné l'importante offre excédentaire au sein de l'économie canadienne, le taux de l'inflation tendancielle devrait demeurer dans la moitié inférieure de la fourchette cible jusqu'à la fin de 1996.

À moyen terme, il reste à savoir si le taux de l'inflation tendancielle tombera en deçà de la limite inférieure de la fourchette de 1 à 3 % que vise la Banque. Comme il a été mentionné plus haut, les capacités inutilisées devraient commencer à se résorber grâce à une nette reprise de l'activité tout au long de 1996 et au début de l'an prochain. Mais même dans ce cas, l'offre demeurerait excédentaire, ce qui laisserait supposer que l'inflation tendancielle pourrait tomber sous la limite de 1 % dans six à huit trimestres. Si ce scénario se concrétisait, on pourrait envisager un assouplissement de la trajectoire souhaitée à *moyen terme* pour les conditions monétaires.

En revanche, il faut considérer la possibilité qu'à la faveur de la détente marquée des conditions monétaires observée au cours des six derniers mois, l'économie se révèle beaucoup plus robuste, surtout si un fort regain de confiance se dessine chez les ménages. Il faudra donc continuer à suivre de près les données économiques avant de pouvoir se faire une idée de la résultante des risques entourant la tendance de l'inflation.



Le rapport de la Banque du Canada sur la politique monétaire est publié en français et en anglais. Pour recevoir des exemplaires du rapport en français ou en anglais, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion de l'information. Téléphone : (416) 973-3100 ou (1-800-387-3449). Télécopieur : (416) 973-3101. Courriel : info@bank-banque-canada.ca

LACKING NOVEMBER 1996

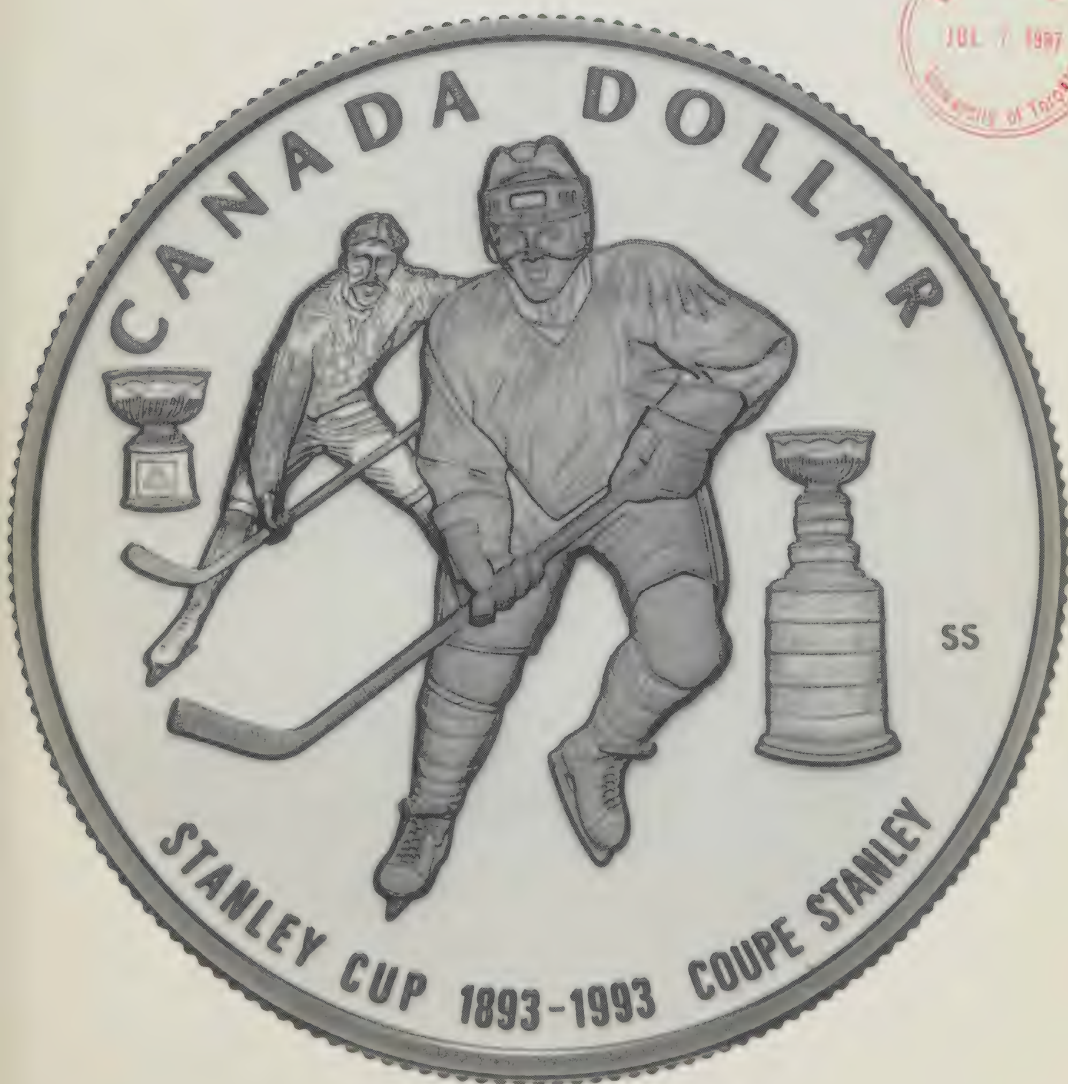
CA1
FN73
MS6

Government
Publications

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

— May 1997 —



The silver dollar on the cover was issued to mark the 100th anniversary of the Stanley Cup. Donated by Governor General Lord Stanley in 1893, the Cup soon became an integral part of hockey's heritage. This design, by Canadian artist Stewart Sherwood, portrays the Stanley Cup as it evolved from the early days of hockey to the present.

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

893-49-90-607
CN ISSN 1201-8783

Printed in Canada on recycled paper

MONETARY POLICY REPORT

— May 1997 —

"Canada has made significant progress in restoring the credibility of its macroeconomic policies and making the adjustments necessary to lay the foundation for a more efficient, prosperous economy in the future.... The best contribution the Bank of Canada can make to sustaining these positive trends is to foster a monetary environment of confidence and stability. And that is what we intend to deliver with our commitment to targets for inflation control."

— Gordon Thiessen

Speech to the Canadian Association for Business Economics and the Ottawa Economics Association, Ottawa, 21 March 1997

CONTENTS

1. Introduction	5
2. Recent Developments in Inflation	6
Inflation and the target range	6
Factors at work on inflation	7
3. Achieving the Inflation-Control Targets	15
4. The Outlook for Inflation	18
Aggregate demand and supply	18
Temporary factors affecting inflation	21
Measures of inflation expectations	21
Monetary indicators	23
5. Conclusions	25
Bibliography	26

CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself but the means whereby monetary policy contributes to good economic performance.
- Low inflation allows the economy to function more effectively and thereby contributes to better growth potential over time.
- Inflation-control targets ensure that monetary policy will help to moderate cyclical fluctuations in income and employment and assist the Bank in making more accurate judgments about the growth potential of the economy.

The monetary policy instrument

- A wide variety of evidence suggests that, in the longer term, inflation results from excessive monetary expansion. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags. Through its influence on short-term interest rates, the Bank of Canada aims to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target range.

The targets

- In December 1993, the federal government and the Bank of Canada announced the objective of keeping annual increases in the consumer price index (CPI) inside a range of 1 to 3 per cent.
- By the end of 1998, a decision will be taken on a future inflation-control target range that would be consistent with price stability.

Monitoring inflation

- In the short run, the Bank focusses on the CPI excluding food, energy, and the effect of indirect taxes, because there is a good deal of movement in the CPI caused by transitory fluctuations in the prices of food and energy, as well as by changes in indirect taxes. This measure is referred to as the *core CPI*.
- Over longer periods of time, the measures of inflation based on the total CPI and the core CPI tend to follow similar paths. In the event of persistent differences between the trends of the two measures, the Bank would adjust its desired path for core CPI inflation so that total CPI inflation would come within the target range.

1. INTRODUCTION

Since the last *Report*, the Canadian economy has advanced broadly in line with expectations. Inflation has remained low, the domestic economy has begun to respond to the substantial degree of monetary ease in place, and the external economic environment has been favourable.

With rapidly improving fiscal positions of governments and expectations of continued low inflation underpinning the value of the Canadian dollar, short- and medium-term interest rates have remained appreciably lower than those in the United States. In this low-interest-rate environment, private sector activity has begun to pick up significantly and to offset the dampening effects on spending and consumer confidence coming from public sector restraint. Economy-wide, however, the level of aggregate demand remains well below capacity limits.

In this set of circumstances, the Bank of Canada has kept monetary conditions accommodative. With the economy gathering momentum, the challenge for monetary policy will be to encourage monetary conditions that support a durable expansion and preserve Canada's low trend rate of inflation.

While easy monetary conditions have led to a pickup in economic activity, inflation remains low.

2. RECENT DEVELOPMENTS IN INFLATION

CPI inflation picked up somewhat over the past six months, largely in response to temporary influences. However, slack in markets is still exerting downward pressure, and core inflation has remained in the lower half of the Bank's target range for inflation control.

Inflation and the target range

Core inflation has remained in the lower half of the inflation-control target range

As anticipated at the time of the last *Report*, the 12-month rate of increase in the core CPI has remained in the lower half of the inflation-control target range, although it has moved up somewhat since the autumn of 1996. As of March 1997, core inflation was 1.7 per cent compared with a recent low of 1.2 per cent in September 1996 (Chart 1).

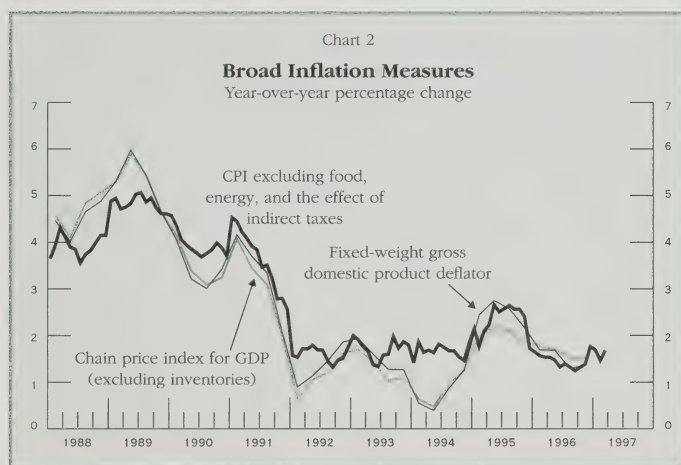
The increase in the core measure appears to have largely stemmed from transitory factors that will not have a lasting effect on inflation. These include a rise in air fares due to higher fuel costs, an increase in auto insurance costs in Ontario following a government-mandated change in the insurance system, and some reconstitution of retail profit margins.

The 12-month rate of increase in the total CPI was 2.0 per cent in March 1997, compared with 1.5 per cent last September. Higher energy prices contributed to this rise, but this effect is expected to be only temporary since prices at the producer level have declined significantly since mid-January.



In contrast, other broad measures of inflation have fallen since the last *Report*, partly because of a decline in the terms of trade—the price of exports relative to the price of imports. The rate of increase in the fixed-weight gross domestic product (GDP) deflator was 1.4 per cent in the fourth quarter of 1996 on a year-over-year basis, compared with 1.7 per cent in the second quarter (Chart 2). The year-over-year rate of increase in the chain price index for GDP excluding inventories¹—a measure of price changes that adjusts for shifts in the composition of spending—also edged down to 1.5 per cent over the same period.

Other broad measures of inflation continued to decline in the second half of 1996.



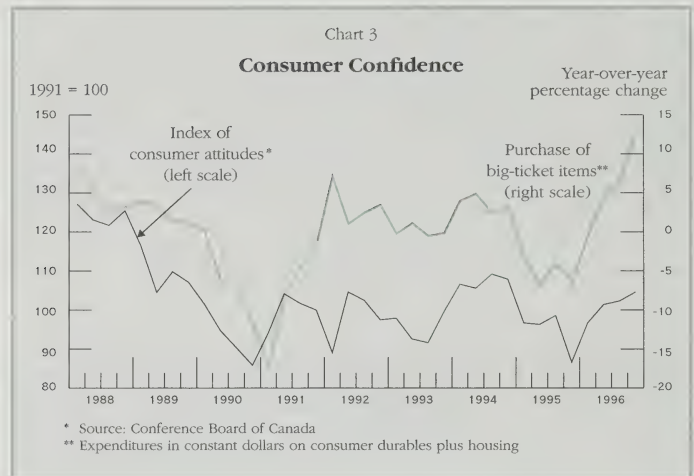
Factors at work on inflation

Aggregate demand and supply

Economic activity picked up significantly in the second half of 1996, broadly in line with expectations. In volume terms, GDP rose at a 3 per cent annual rate over this period compared with just over 1 per cent during the first half of the year. Particularly encouraging were indications of gathering momentum in domestic demand by both households and businesses.

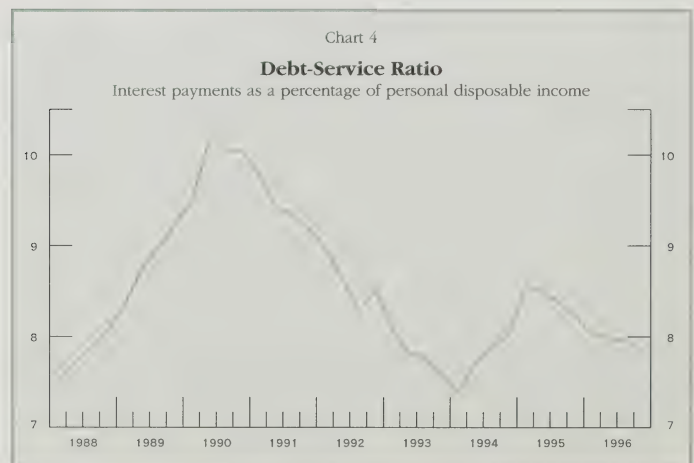
The pickup in economic activity in the second half of 1996 was broadly in line with expectations.

1. The chain price index for GDP (excluding inventories) weights quarterly price changes by the dollar value of expenditure components in the previous quarter.



Spurred by lower interest rates, household demand continued to pick up.

Household spending—especially on housing, motor vehicles, and furniture and appliances—rose strongly over the final six months of 1996. With lower interest rates and an associated improvement in the perception of their near-term financial situations, consumers were more inclined to make major purchases. Thus, consumer confidence improved (Chart 3) despite the sluggish performance of personal disposable income. Lower debt-servicing costs (Chart 4), household balance sheets that are generally in reasonable shape (Technical Box 1), continued job creation in the private sector (Technical Box 2), and pent-up demand for housing and consumer durables have all been positive influences.

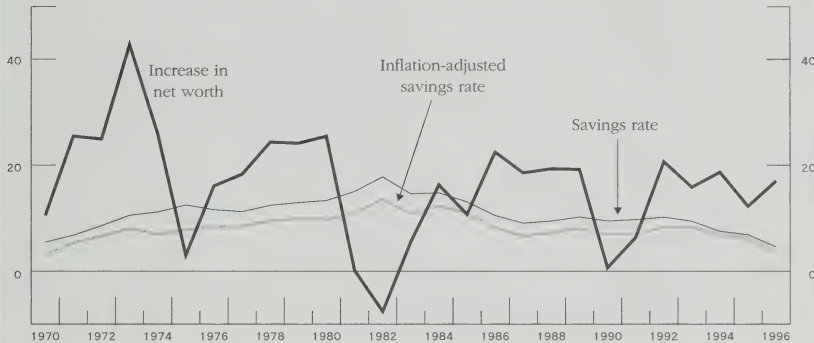


Technical Box 1

Personal Savings Rates and Household Balance Sheets

Some commentators have voiced concerns that low personal savings rates and high household debt levels will prevent the household sector from contributing significantly to the economic expansion. A closer look shows that this should not be the case.

Personal Savings and Increase in Net Worth as a Percentage of Disposable Income



Source: Statistics Canada

The conventional measure of the personal savings rate, even after adjustment for inflation,* has declined steadily from 1982 to 1996. As household spending expanded strongly in the fourth quarter of 1996, the savings rate fell to 3.2 per cent. However, there is no reason why it should not remain at this level for a time or go even lower temporarily while interest rates are low and the economy is expanding. The increase in personal net worth, an alternative measure of savings,** which shows a much higher savings rate in recent years, lends credence to this possibility.

Although the ratio of household debt to personal disposable income continues to rise, the ratio of this debt to household assets has been stable at around 18 per cent, after declining substantially in the 1980s. Viewed another way, the net worth of the household sector, boosted by capital gains on securities, has grown rapidly in the past few years. While debts and assets may not be equally distributed across households, the fact that three-quarters of household debt is in the form of mortgages on residential properties suggests that most of the indebted households have offsetting assets.

What is most important, however, is that the burden of servicing household debt has diminished considerably since the early 1990s because of the large decline in interest rates. Together with the increase in net worth, this lower debt-service cost should help to sustain Canada's economic recovery.

* For more detail on the inflation adjustment to the personal savings rate, see Lau (1993).

** Net worth is the value of assets (at current prices) minus liabilities. Assets include financial assets and real estate but exclude stocks of consumer durables.

Technical Box 2

Private Sector Job Creation

The current economic expansion has been marked by a divergence between private and public sector employment. Since the middle of 1993 (when output reached its pre-recession level), private sector employment has risen by 8.4 per cent while public sector employment has fallen by over 6 per cent, for an overall increase in total employment of 5.9 per cent.

Job creation has been particularly strong in manufacturing and in the non-agricultural primary sector. In addition, some service industries have posted solid gains over the period. These include trade, transportation and communications, and community, business and personal services.

After a sizable run-up at the beginning of the decade, the trend in total public sector employment began to decline significantly starting in late 1994, as various governments and government enterprises began the process of restructuring.

As part of that restructuring, certain services have moved to the private sector together with some of the employees involved. In addition, it is probable that many of those who left the public sector have become self-employed, helping to boost the growth of this category over the last two years. Since some of these jobs are being created in business and personal services, it is not surprising that employment in that area has been growing steadily.

The strengthening of output growth that began after mid-1996 is expected to continue to stimulate private sector job creation in 1997 and beyond.

Private and Public Sector Employment

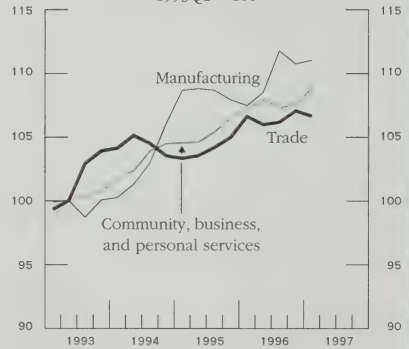
1993Q2 = 100



* Public sector employment was 15 per cent of the total as of 1997Q1.

Employment by Sector

1993Q2 = 100



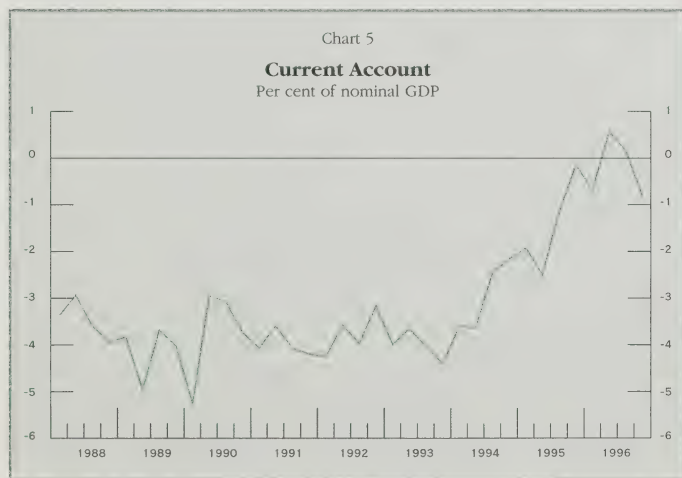
Business fixed investment also increased substantially in the second half of 1996, resuming the strong growth recorded in the three years up to mid-1995. Firms continued to pursue opportunities to improve productivity and to expand capacity. The increase in expenditures in 1996, as in the earlier part of this decade, was concentrated in machinery and equipment, particularly computers and other office equipment. Manufacturers and telecommunications companies both boosted investment outlays considerably.

Inventory levels also appear to be in good balance. Indeed, after substantial cuts in stocks earlier in the year, firms in the manufacturing and wholesale trade sectors began adding to inventories again in the second half of 1996 in response to higher sales levels.

The substantial gain in domestic demand, especially for machinery and equipment, contributed to a rebound in import volumes in the second half of 1996. In marked contrast, exports fell back noticeably towards year-end in spite of continued growth in the U.S. economy. The General Motors strike in October led to a temporary decrease in automotive export volumes—and output—in the fourth quarter of 1996. Exports also fell because of reduced activity in the U.S. housing and automobile markets, and a decline in U.S. demand for machinery and equipment. These factors, together with the strong gains in Canadian imports of machinery and equipment, returned the current account to a small deficit position by the end of the year (Chart 5).

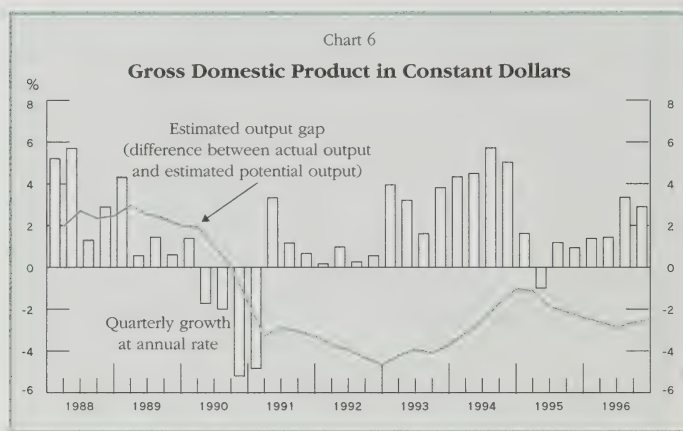
Businesses also increased investment outlays considerably and began rebuilding stocks.

In contrast, external demand for Canadian goods fell off towards year-end.



The gap between actual and potential output narrowed.

Aggregate demand in the second half of 1996 advanced somewhat faster than estimates of the economy's capacity to produce. Such estimates, however, are imprecise and also change as the structure of the economy changes. Accordingly, calculations of potential output and the output gap should be seen as point estimates within a wide confidence band. At the end of 1996, the Bank's estimate of the output gap narrowed to around 2.5 per cent, down from a revised 3.0 per cent at midyear (Chart 6).²



The exchange rate and commodity prices

Earlier increases in the prices of crude oil and natural gas have contributed to the recent rise in the CPI.

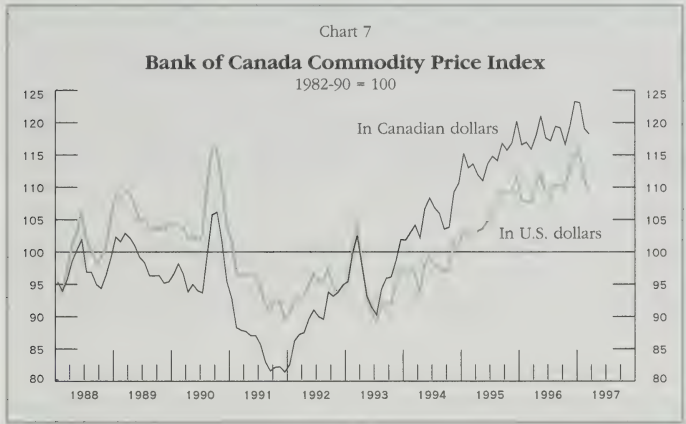
A percentage change in the exchange rate typically feeds through to the core CPI by a factor of about one-fifth over a two-year period. The appreciation of the Canadian dollar over the past two years should thus be a source of slight downward pressure on consumer prices for at least the next year.

In recent months, prices at the consumer level have been significantly affected by earlier increases in energy prices at the producer level. The prices of fuel oil, gasoline, and natural gas have been directly affected, while indirect effects have raised the prices for other goods and services that are included in the core CPI, such as air travel. Since mid-January, however, much of the sharp 1996 increase in the prices of both crude oil and natural gas at the producer level has been reversed as a result of milder

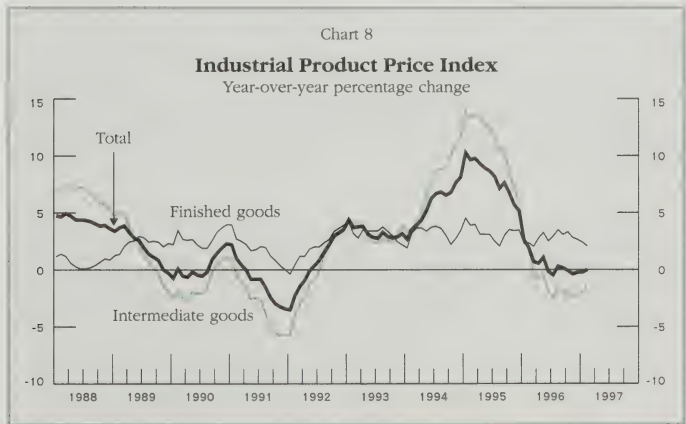
2. The small downward revision of about 0.25 per cent to the midyear estimate of the output gap results from a reduction in the Bank's assessment of the trend labour force participation rate used in calculating potential output. This revision reflects a judgment that more weight should be given to recent actual values of the labour force participation rate in estimating the trend rate (see Technical Box 2 in the May 1996 *Monetary Policy Report*).

temperatures. Thus, the effect on the level of the CPI is likely to be temporary.

World commodity prices (quoted in U.S. dollars) have, on average, remained firm since last October (Chart 7). Price changes have been most pronounced for crude oil and metals. Metals prices have improved on news of strengthening demand and lower stocks.



At the producer level, the aggregate industrial product price index has shown little change on a year-over-year basis (Chart 8). This has reflected higher prices for petroleum products, offset by declines (earlier in 1996) in the prices received by Canadian producers of newsprint, pulp, and metals.

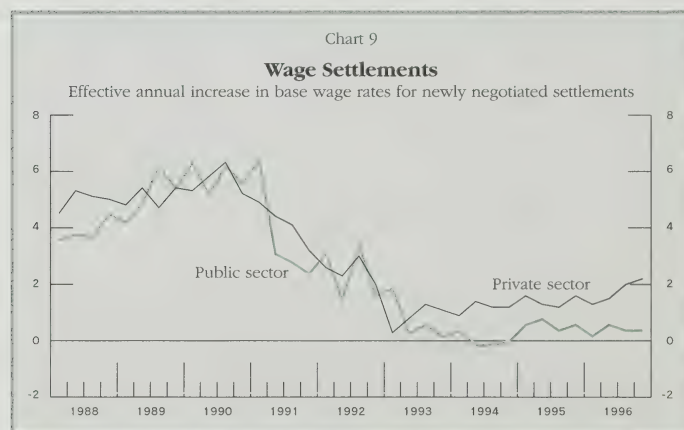


Cost control

Underlying wage increases in the second half of 1996 were similar to those recorded in the first half.

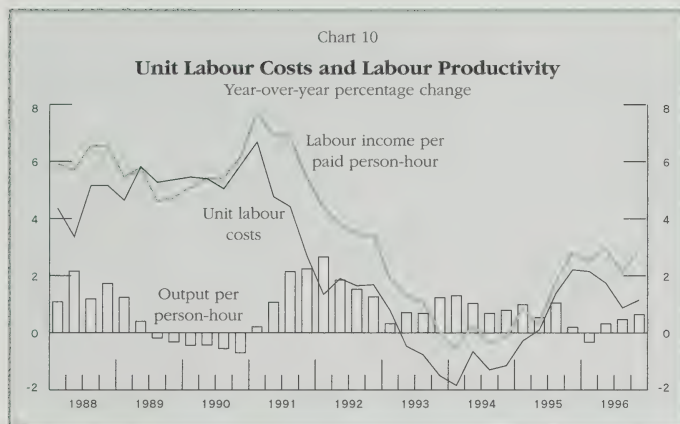
Product markets in Canada are strongly competitive, maintaining the pressure on producers to control costs and to raise productivity. Cost increases were generally low in the second half of 1996.

Wages, the largest component of total costs, continued to rise at a moderate pace during the second half of the year. Average annual wage settlements in the private sector rose to 2.1 per cent over the same period (Chart 9). Settlements in the automotive sector averaged 3.5 per cent, while all other private sector settlements averaged 1.5 per cent. In recent years, settlements in the manufacturing sector have generally been high relative to those in other sectors, largely because of substantial gains in productivity. Influenced by fiscal restraint, wage settlements in the public sector in the second half of 1996 remained at very low levels (0.4 per cent). Overall, based on these and other measures of wages, underlying wage increases (i.e., excluding such factors as changes in the composition of employment) are estimated to have been in a range between 1.5 and 2 per cent on a year-over-year basis—unchanged over the last four years.



As productivity picked up, the year-over-year increase in unit labour costs eased.

Productivity (output per person-hour) picked up somewhat in the second half of 1996, an improvement from its earlier sluggish advance. This improvement contributed to an easing in the year-over-year rise in unit labour costs (Chart 10).



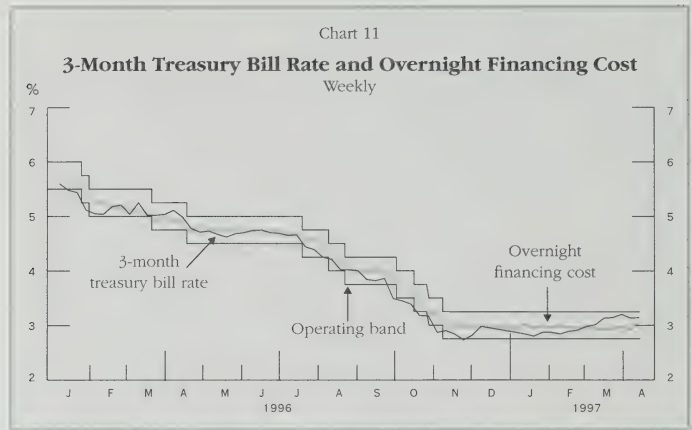
3. ACHIEVING THE INFLATION-CONTROL TARGETS

Over the period since the last *Report*, the Bank has sought to broadly maintain the monetary conditions achieved in the autumn of 1996. To keep monetary conditions from tightening as the Canadian dollar strengthened, the Bank lowered the operating band for the overnight interest rate on four occasions in October and November. The Bank Rate, which sets the upper limit for the operating band, was reduced by a quarter point each time (Chart 11). Since then, the Bank Rate has been left unchanged, and the monetary conditions index (MCI) has varied between -5 and -6 (Chart 12).

The fluctuations in the MCI have resulted largely from changes in the exchange rate (Chart 13). A key factor influencing the Canadian dollar has been the strong increase in the U.S. currency against most major currencies. The U.S. dollar has been bolstered by the robust U.S. economy and by the growing expectation that short-term interest rates in the United States would have to rise. In this situation, the Canadian dollar has weakened against the U.S. dollar, but has shown considerable strength against G-10 currencies other than the U.S. dollar (G-9 currencies). On an overall G-10 basis, while showing considerable volatility, the Canadian dollar has remained at or above the levels that prevailed through much of 1996.

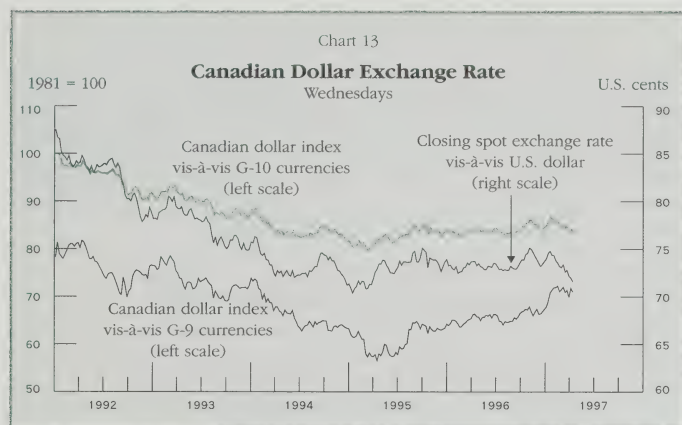
The Bank has broadly maintained the monetary conditions achieved last autumn.

The exchange rate has fluctuated against a robust U.S. dollar while strengthening on average, against other G-10 currencies.



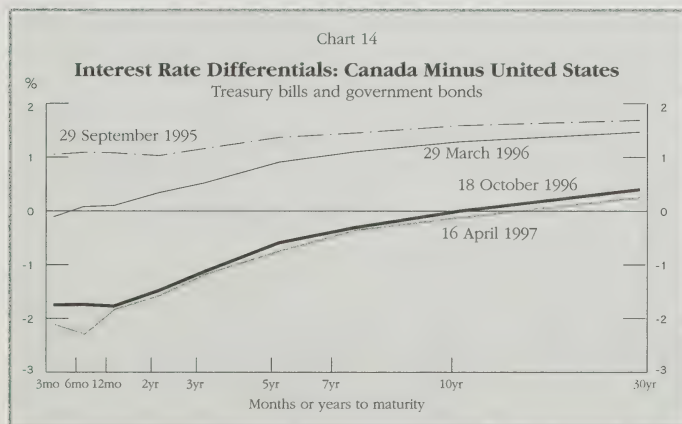
In the last week of March, the Federal Reserve raised the federal funds rate by one-quarter of a percentage point, a move that was largely anticipated by markets. Financial markets have reacted to subsequent U.S. economic data by incorporating expectations of further moves by the Federal Reserve. This reaction has spilled over to financial markets internationally. In the case of Canada, short- and medium-term interest rates have moved up. As well, the dollar has weakened further against the U.S. dollar but continues to show firmness against other major currencies. On balance, the monetary conditions index has stayed within its recent range, but with a change in the mix of interest rates and the exchange rate.





Despite the recent volatility, Canadian financial markets continue to be supported by the fundamentals of low inflation, declining public sector borrowing, and an improved external balance of payments. Over the past two years, these factors have led to a large decrease in the risk premiums that investors require on Canadian assets, and they continue to underpin market expectations of a future appreciation of the Canadian dollar. This, in turn, has allowed Canada-U.S. interest differentials from short-term to 10-year maturities to remain negative (Chart 14).

Interest rates in Canada can remain below those in the United States because of expectations that the Canadian dollar will rise.



4. THE OUTLOOK FOR INFLATION

When evaluating the prospects for inflation, the Bank considers the key factors affecting the balance between aggregate demand and aggregate supply over the next four to six quarters. It also looks at measures of inflation expectations and at the pace of monetary expansion when forming its views on the future path of output, inflation, and desired monetary conditions.

Aggregate demand and supply

During the second half of 1996, the pace of spending in the U.S. economy strengthened more than had been expected, leading to a small estimated increase in excess demand by year-end. Indications are that spending in the first quarter of 1997 was strong as well. The rate of increase in real GDP should ease over the next few quarters as export growth falls back in line with developments in the principal trading partners of the United States. The contrast between a strong U.S. economy and moderate economic activity in the major overseas countries has led to an appreciation of the U.S. dollar. While core inflation (which excludes food and energy prices) has continued to decline slowly in the United States, partly as a result of the dollar's appreciation and the buffering effect of slack in overseas economies, there are some indications that tight labour markets are starting to put upward pressure on wages. Monetary conditions have already tightened as a result of the currency appreciation and the March increase in the federal funds target. The Federal Reserve may nonetheless see a need to raise interest rates further to prevent a buildup of inflationary pressures and thereby help to sustain the economic expansion.

Economic expansion in the major European countries was weaker than expected during the second half of 1996, while the pace of spending in Japan was somewhat more rapid than anticipated. Moderate growth is expected to continue in Europe and Japan during the first half of 1997, sustained by past easings in monetary conditions.

Prices of commodities are likely to remain under downward pressure in the near term. The price of crude oil, in particular, could fall further as supplies from non-OPEC sources increase and the tight inventory situation of late 1996 is rectified. However, a modest upward trend in the overall commodity price index should resume by mid-1997, which should support Canadian production. Prices of most industrial commodities are expected to strengthen on average as the pace of expansion among the major economies reduces the world's excess capacity.

On balance, external demand should resume its role as an important factor in the expansion of the Canadian economy in the first half of 1997, reinforced by the strong competitive position of Canadian industry. In particular, Canadian exports should rebound in early 1997 from their low level in the fourth quarter of 1996, which was caused partly by transitory factors, including the General Motors strike.

Prospects are also good for further gains in domestic demand. The past easing in interest rates should lead to further increases in household demand. Indeed, the combination of low interest rates and pent-up demand for housing and consumer durables is likely to lead to a continuation of the recent higher rates of household borrowing. This could result in a low level for the personal savings rate for a number of quarters. The increase in interest-rate-sensitive spending along with the anticipated resumption of buoyant growth in exports should boost private sector employment and, hence, support household spending. These influences should counter factors working in the opposite direction, particularly those coming from further fiscal restraint. They should also tend to offset the effects on consumer confidence coming from the current high unemployment rate. In addition, recent surveys of business confidence by the Conference Board, as well as Statistics Canada's survey of investment intentions for 1997, suggest that capital spending should remain strong during the first half of the year.

Thus, both external and domestic factors point to continued robust expansion in the first half of 1997. In our view, the economy should also have significant momentum into the second half of this year, sustained by the substantial amount of monetary easing that has already taken place. The Bank thus continues to expect average growth of around 4 per cent through to the fourth quarter of 1997, which should translate into annual growth of somewhat less than 4 per cent for the year. On a comparable annual average basis, private sector forecasters are currently looking for growth of 3.3 per cent. The Bank expects further economic slack to be taken up through 1998.

The above outlook implies that the downward pressure on core inflation from slack in product markets will remain a factor in coming quarters (Technical Box 3). Similarly, labour market conditions will continue to restrain any significant upward pressure on wages. It is expected that continued strong economic expansion this year will lead to further substantial gains in productivity, which would also limit overall cost increases. Thus, we would expect core inflation to remain in the lower half of the inflation-control target range for the balance of 1997.

External demand should resume its role as an important factor in Canada's output growth ...

... and further gains in domestic demand are expected.

Technical Box 3

Can the Economy Grow Strongly Without Rising Inflation?

With the Canadian economy entering a period of strong economic expansion, increasing attention is being focussed on whether the low inflation rates that have characterized the economy over the past several years can be sustained. The experience of the 1980s illustrates that inflation performance is determined mainly by the level of excess supply or demand, rather than by how quickly output is growing.

As shown in the table below, the Canadian economy experienced a period of strong growth in the early 1980s that was not accompanied by rising inflation. Indeed, the CPI fell from an annual rate of increase of almost 11 per cent in 1982 to 4 per cent in 1985. It was only in the latter part of the decade, as the level of demand pushed past the capacity of the economy to produce goods and services, that inflation pressures began to emerge.

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
GDP growth (per cent)	-3.2	3.2	6.3	4.8	3.3	4.2	5.0	2.5
CPI inflation (per cent)	10.7	5.9	4.3	4.0	4.2	4.4	4.0	5.0
Estimated output gap* (per cent)	-4.5	-4.4	-1.7	-0.5	-0.6	+0.3	+2.4	+2.6

*The output gap (a negative gap indicates excess supply) is the percentage difference between the level of output being produced and the level of output consistent with an unchanged rate of inflation.

The Bank's *Annual Report* for 1989 noted that, with substantial excess demand in that year, consumer prices rose more rapidly than in any of the previous five years. Inflation in Canada that year exceeded inflation in the United States and in the five major overseas countries as a group. This pickup in inflation occurred despite moderating influences on the prices of products traded internationally, which stemmed from an appreciation of the exchange rate and from a decline in the U.S. dollar price of many resource exports.

With a considerable amount of excess supply at the end of 1996, the strength in demand that the Bank is predicting would still leave the economy with excess supply at the end of 1997, implying continued downward pressure on prices.

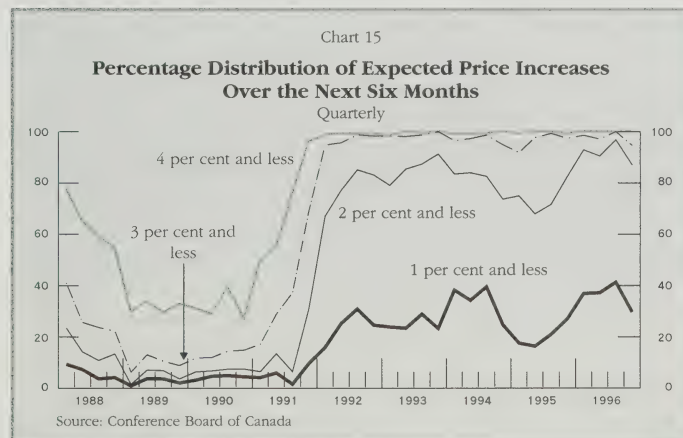
Temporary factors affecting inflation

The tendency of the Canadian dollar to appreciate over the last two years should put slight downward pressure on the CPI in coming months. Furthermore, both the earlier marked declines in the prices of many industrial materials and the recent easing in the prices of both crude oil and natural gas should contribute to reductions in inflation at the consumer level. On balance, these transitory factors should have little net effect on core CPI inflation over the next several quarters.

Expectations of inflation have been steady in recent months.

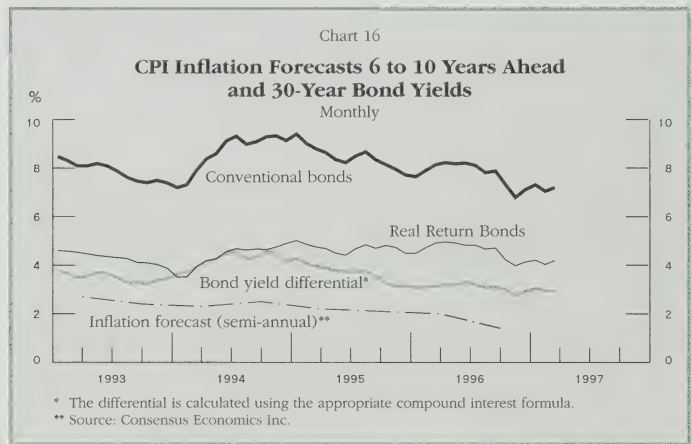
Measures of inflation expectations

Expectations of inflation, an important influence on the future path of inflation, are affected both by recent developments in inflation and by the public's perception of the Bank's inflation-control objectives. As economic agents gain confidence in the Bank's ability to meet its announced objectives, expectations may be increasingly anchored by the inflation-control target range. Short-term inflation expectations have been steady in recent months. In the regular survey reported in the Conference Board's December *Index of Business Confidence*, 87 per cent of respondents expected inflation to be 2 per cent or less over the near term (Chart 15).



In the Conference Board's March quarterly *Survey of Forecasters*, it was anticipated that CPI inflation would average about 2.0 per cent in 1997 and would edge down to about 1.9 per cent in 1998. The 1997 forecast was marginally higher than six months earlier. Longer-term inflation forecasts as reported by Consensus Economics Inc. are also in the lower part of the inflation-control target range (Chart 16).

Any significant changes in the inflation expectations of investors would likely be captured in the spread between the yield on a conventional long-term federal government bond and that on a Real Return Bond. The tendency of this spread to decline since 1994 suggests that expectations in the financial markets have been consolidating around a low inflation rate. However, it is difficult to estimate precisely the implied level of expected inflation because the differential between the yields on the two types of bonds is also affected by factors such as liquidity and investor preferences as well as by inflation uncertainty.

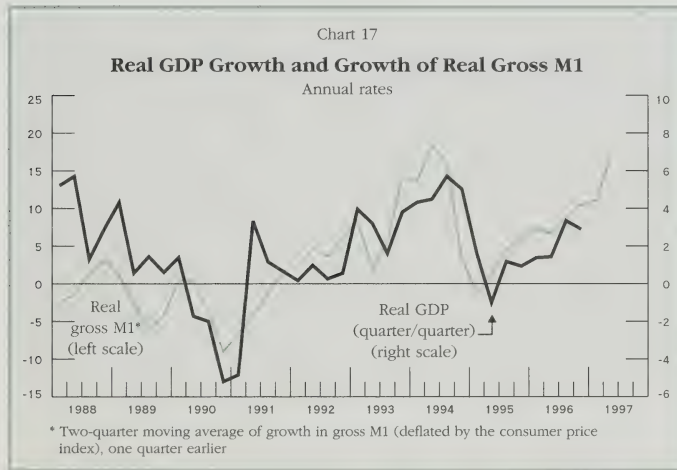


Monetary indicators

Growth in M1 (the narrow definition of money) has increased at a double-digit rate in the last six months. This increased demand for transactions balances has been driven primarily by the low interest rates permitted by the low-inflation environment, but also to some extent by the introduction of highly competitive interest rates on current accounts over the past couple of years.

Moreover, historical data show that an acceleration in the real value of M1 is typically followed by an increase in the rate of growth of real GDP (Chart 17). A temporary increase in M1 growth is therefore consistent with a return of the Canadian economy to full capacity.

While the acceleration in M1 points to faster economic growth...

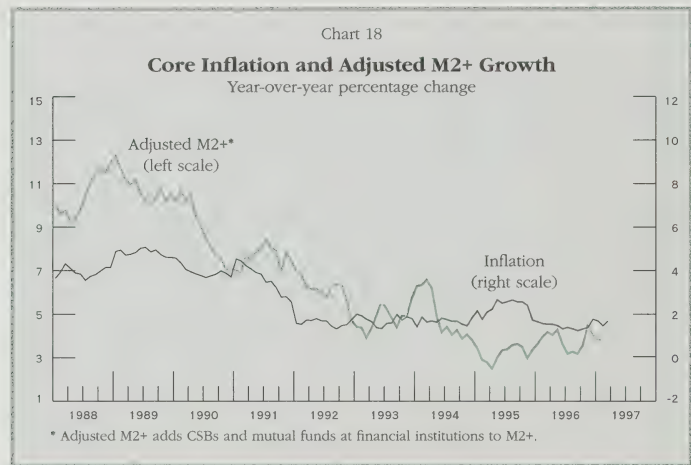


However, if such rapid growth in M1 were to persist into 1998, it would not be consistent with preserving low inflation. Accordingly, M1 growth will require close monitoring.

it will require close monitoring.

Broad money growth, even when adjusted for the boom in mutual funds, remains moderate.

Broad definitions of money, which have been useful short-term indicators of inflation, have become more difficult to interpret over the past five years or so because of the large expansion of mutual funds. Holders of deposits have switched on a large scale into equity and bond funds, which are outside the M2+ aggregate. Thus, measures of broad money that take account of this substitution have grown more rapidly than M2+. Nevertheless, the rate of increase of broad aggregates generally remains moderate (Chart 18). Forecasts based on adjusted M2+ show an annual inflation rate of about 1.5 per cent in the second quarter of 1997.



The slope of the yield curve is another variable that often contains information about the expected evolution of the economy. During recent quarters, the difference between the long-term government bond yield and the 90-day commercial paper rate has been unusually wide, at about 4 percentage points. In the past, spreads of this magnitude have been followed by a rapid expansion of activity during the next year.

5. CONCLUSIONS

Inflation, measured by either core CPI or the total CPI, has been somewhat higher than was expected at the time of the last *Report*. This increase, however, largely reflects the influence of temporary factors, and with excess supply continuing to be a source of downward pressure on inflation, the outlook for the next half-year is for core inflation to remain in the lower half of the inflation-control target range.

Economic developments during the second half of 1996, as well as more recent indicators, point to a continuation of robust expansion through the balance of 1997 and into 1998. This momentum has significantly reduced the risk that inflation will drift below the 1 to 3 per cent target range.

Thus, in the absence of unexpected developments in either inflation or demand pressures, the possible need for further easing in monetary conditions discussed in the last *Report* has largely disappeared. Over the medium term, as slack in the economy is absorbed, the Bank will need to promote a less stimulative path for monetary conditions in order to maintain Canada's low trend of inflation, and thereby contribute to a durable expansion in activity consistent with the capacity of the economy to produce goods and services.

*This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada.
Gordon Thiessen, Bernard Binin, Charles Frowd, Bill Good, Ronald Kromm,
Tim Noël, and Stuart Thomson.*

BIBLIOGRAPHY

- Bank of Canada. 1991. "Targets for reducing inflation: Announcements and background material." *Bank of Canada Review* (March): 3-21.
- _____. 1991. "Targets for reducing inflation: Further operational and measurement considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3-23.
- _____. 1993-1994. "Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on monetary policy objectives." *Bank of Canada Review* (Winter): 85-86.
- Conference Board of Canada. 1997. *Index of Consumer Attitudes* (Winter).
- _____. 1997. *Index of Business Confidence* (Winter).
- _____. 1997. *Survey of Forecasters* (March).
- Consensus Economics Inc. *Consensus Forecasts*. Various issues, 1991-1996.
- Lau, Hung-Hay. 1993. "Behaviour of the personal savings rate in Canada in recent years: A note." *Bank of Canada Review* (Spring): 31-44.

BIBLIOGRAPHIE

- Banque du Canada (1991). «Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui», *Revue de la Banque du Canada*, mars, p. 3-21.
- _____. (1991). «Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure», *Revue de la Banque du Canada*, septembre, p. 3-23.
- _____. (1993-1994). «Déclaration du gouvernement et de la Banque du Canada au sujet des objectifs de la politique monétaire», *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 85-86.
- Conference Board du Canada (1997). *Indice des attitudes des consommateurs*, hiver.
- _____. (1997). *Indice de confiance des entreprises*, hiver.
- _____. (1997). *Survey of Forecasts*, mars.
- Consensus Economics Inc. (1991-1996). *Consensus Forecasts*, divers numéros.
- Lau, Hung-Hay (1993). «Note sur l'évolution récente du taux d'épargne des particuliers au Canada», *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 57-67.

5. CONCLUSIONS

Le taux d'inflation mesuré soit par l'indice de référence de l'IPC global a été quelque peu supérieur à ce qui avait été prévu au moment de la rédaction du précédent rapport. Cette légère hausse est toutefois attribuable en grande partie à des facteurs temporaires, et l'offre excédentaire continuant d'exercer des pressions à la baisse sur l'inflation, on s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence demeure dans la moitié inférieure de la fourchette cible au cours des six prochains mois. L'évolution économique observée au second semestre de 1996 ainsi que certains indicateurs récents laissent présager la poursuite d'une expansion vigoureuse durant le reste de 1997 et en 1998. Un tel dynamisme a considérablement réduit les risques que la tendance de l'inflation glisse en deçà de la fourchette cible de 1 à 3 %.

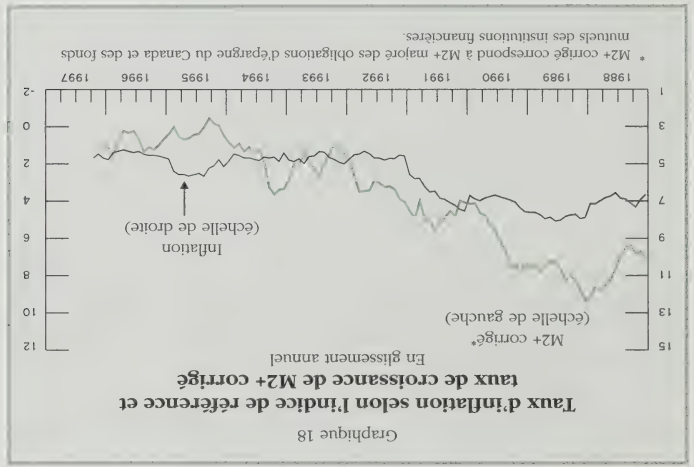
Par conséquent, à moins que l'inflation ou les pressions de la demande n'évoluent de façon inattendue, la possibilité d'un nouvel assouplissement des conditions monétaires, que nous avions évoquée dans notre précédent rapport, s'est grandement estompée. En ce qui concerne le moyen terme, la Banque devra favoriser, à mesure que les capacités de production inutilisées seront absorbées, des conditions monétaires moins expansionnistes afin de maintenir la tendance de l'inflation à un bas niveau et, de ce fait, contribuer à une expansion durable de l'activité compatible avec la capacité de l'économie de produire des biens et des services.

*Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque
du Canada, composé de Gordon Thiessen, Bernard Boudin,
Charles Freedman, Paul Jenkins, Tim Noel et Sheryl Kennedy.*

mais l'évolution de cet
agrégat devra être
surveillée de près.
La croissance de la
monnaie au sens large
même corrigée de
l'essor des fonds
mutuels, reste modérée

Cependant, si la croissance de M1 devait conserver une cadence aussi rapide en 1998, elle ne serait pas compatible avec le maintien d'un bas taux d'inflation. En conséquence, elle devra être surveillée de près.

L'évolution des agrégats monétaires au sens large, qui ont été de bons indicateurs de l'inflation à court terme, est devenue plus difficile à interpréter depuis cinq ans environ à cause de la vive expansion des fonds mutuels. Les titulaires de dépôts ont transféré une part sensible de leurs avoirs dans des fonds d'actions et d'obligations, qui ne sont pas compris dans l'agrégat M2+. Par conséquent, les mesures de la monnaie au sens large qui tiennent compte des composantes entre lesquelles s'est effectuée cette substitution ont progressé plus rapidement que M2+. Néanmoins, le rythme d'expansion des agrégats au sens large est resté modéré en général (Graphique 18). En se fondant sur la croissance de M2+ corrigé, on prévoit que l'inflation sera, en taux annualisés, d'environ 1,5 % au deuxième trimestre de 1997.



La pente de la courbe des rendements est une autre variable dont on peut souvent tirer des renseignements sur l'évolution attendue de l'économie. Pendant les derniers trimestres, l'écart entre le taux de rendement des obligations à long terme du gouvernement et celui du papier commercial à 90 jours s'est établi à environ 4 points de pourcentage, ce qui est anormalement prononcé. Dans le passé, on a constaté que les écarts de cette ampleur étaient suivis l'année d'après d'une expansion rapide de l'activité.

Toute modification sensible des attentes des investisseurs relativement à l'inflation est susceptible de se refléter dans l'écart de rendement entre les obligations ordinaires à long terme et les obligations à rendement réel du gouvernement fédéral. Comme cet écart a eu tendance à s'amenuiser depuis 1994, on pense que les marchés financiers tablent de plus en plus sur un bas taux d'inflation. Cependant, il est difficile de faire une estimation précise du taux d'inflation attendu implicite dans l'écart de rendement entre ces deux types d'obligations parce que celui-ci est également influencé par des facteurs tels que la liquidité et les préférences des investisseurs et par l'incertitude entourant l'inflation.

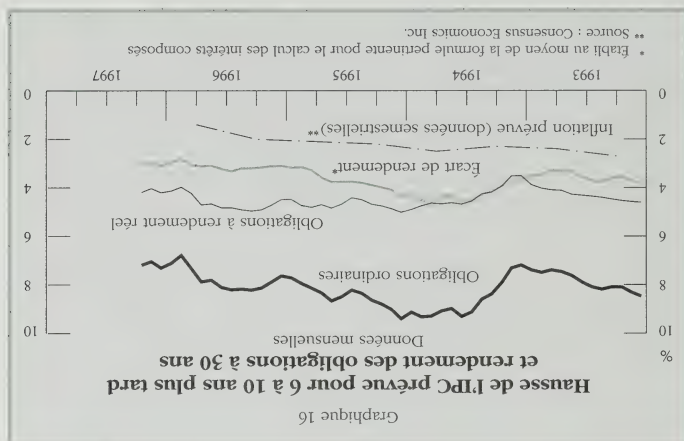
Les indicateurs monétaires

Le taux de croissance de M1 (l'agrégat monétaire au sens étroit) a été supérieur à 10 % au cours des six derniers mois. Cette augmentation de la demande d'encaissements de transaction est due principalement aux bas taux d'intérêt résultant du climat de faible inflation et, jusqu'à un certain point, aux taux d'intérêt très compétitifs dont sont assortis les comptes courants depuis deux ou trois ans.

Par ailleurs, les données historiques montrent qu'une accélération de la valeur réelle de M1 est généralement suivie d'une augmentation du taux d'expansion du PIB réel (Graphique 17). Une hausse temporaire du taux d'accroissement de M1 est donc compatible avec le retour de l'économie canadienne à la pleine utilisation de ses capacités.

*L'accélération de M1
indique que la
croissance économique
sera plus rapide...*





Selon l'enquête trimestrielle que cet organisme a menée en mars auprès des prévisionnistes, le taux d'inflation mesuré par l'IPC global devrait se situer en moyenne à environ 2,0 % en 1997 et aux alentours de 1,9 % en 1998. Le taux d'inflation attendu pour 1997 est légèrement plus élevé que celui se dégageant de l'enquête menée six mois plus tôt. Les prévisions à plus long terme relatives à l'inflation publiées par Consensus Economics Inc. se situent elles aussi dans la moitié inférieure de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation (Graphique 16).

L'économie peut-elle progresser vigoureusement sans montée de l'inflation?

Note technique 3

Au moment où l'économie canadienne entre dans une phase de forte expansion, de plus en plus d'observateurs se demandent si les bas taux d'inflation qui ont caractérisé ces dernières années peuvent durer. L'expérience vécue dans les années 80 montre que l'évolution de l'inflation est déterminée principalement par le niveau de l'offre ou de la demande excédentaire plutôt que par la vitesse à laquelle croît la production.

Comme l'indique le tableau ci-dessous, l'économie canadienne a connu durant la première moitié des années 80 une période de croissance vigoureuse sans montée concomitante de l'inflation. De fait, le taux d'augmentation annuel de l'IIPC est tombé de près de 11 % en 1982 à 4 % en 1985. C'est seulement quelques années après, lorsque le niveau de la demande a dépassé la capacité de l'économie de produire des biens et services, que les pressions inflationnistes ont commencé à se manifester.

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Croissance du PIB (en %)	-3,2	3,2	6,3	4,8	3,3	4,2	5,0	2,5
Haussse de l'IIPC (en %)	10,7	5,9	4,3	4,0	4,2	4,4	4,0	5,0
Ecart de production estimatif* (en %)	-4,5	-4,4	-1,7	-0,5	-0,6	+0,3	+2,4	+2,6
*L'écart de production est la différence, exprimée en pourcentage, entre le niveau de la production observée et celui qui est compatible avec un taux d'inflation stable (un écart négatif indique la présence d'une offre excédentaire).								

Dans son rapport annuel pour 1989, la Banque a mentionné qu'étant donné la présence d'une importante demande excédentaire dans l'économie cette année-là, les prix à la consommation avaient augmenté plus rapidement qu'au cours de chacune des cinq années précédentes. Le taux d'inflation observé au Canada dépassait les taux enregistrés aux États-Unis et dans l'ensemble des cinq grands pays d'outre-mer. L'inflation s'était accélérée en dépit de l'influence modératrice qu'exerçaient sur les prix des produits faisant l'objet d'échanges internationaux l'appréciation du taux de change et le recul des prix en dollars E.-U. d'un bon nombre des ressources naturelles que le Canada exporte.

Étant donné la présence d'une offre excédentaire considérable à la fin de 1996 et en dépit de la vigueur de la demande que la Banque prévoit pour les mois à venir, l'économie canadienne devrait continuer à disposer d'une marge de capacités inutilisées à la fin de 1997, ce qui laisse présager le maintien de pressions à la baisse sur les prix.

l'année. La Banque s'attend à ce que les capacités inutilisées dans l'économie continuent d'être absorbées durant 1998. Les perspectives d'évolution décrites ci-dessus signifient que les excédentaires sur l'inflation mesurée par l'indice de référence continueront de se faire sentir au cours des prochains trimestres (Note technique 3). De même, la situation du marché du travail continuera de contenir toute pression importante à la hausse sur les salaires. Par ailleurs, on prévoit que l'expansion vigoureuse qui se poursuivra au cours de l'année se traduira par de nouveaux gains de productivité, ce qui aura également pour effet de limiter l'augmentation des coûts globaux. L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait par conséquent demeurer dans la moitié inférieure de la fourchette cible d'ici la fin de l'année.

Les facteurs temporaires qui influent sur l'inflation

Les attentes en matière d'inflation ont été stables ces derniers mois.

La tendance à la hausse qu'a affichée le dollar canadien ces deux dernières années devrait se traduire par de légères pressions à la baisse sur l'IPC au cours des prochains mois. Le net recul enregistré antérieurement par les prix de nombreuses matières industrielles et le fléchissement récent des cours du pétrole brut et du gaz naturel devraient aussi contribuer à ralentir la hausse des prix à la consommation. Cependant, si la demande des ménages continue de se raffermir, les détaillants pourraient être en mesure d'augmenter leurs prix en vue d'accroître leurs marges bénéficiaires. Dans l'ensemble, l'influence nette des facteurs temporaires sur l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait être assez faible au cours des prochains trimestres.

Les mesures des attentes relatives à l'inflation

Les attentes en matière d'inflation, qui agissent fortement sur la trajectoire future de l'inflation, sont influencées à la fois par l'évolution récente des prix et par la perception du public relativement aux cibles de maîtrise de l'inflation de la Banque. Plus les agents économiques ont confiance dans la capacité de la Banque d'atteindre les objectifs qu'elle s'est fixés, plus il est probable que la fourchette cible serve de balise au taux d'inflation attendu. Les attentes relatives à l'évolution de l'inflation à court terme ont été stables ces derniers mois. Les résultats de l'enquête régulière sur la confiance des entreprises canadiennes publiés en décembre par le Conference Board révèlent que 87 % des répondants s'attendaient à ce que l'inflation se situe à 2 % ou moins à court terme (Graphique 15).

L'OPÉ et des corrections apportées au niveau des stocks, qui était tres bas à la fin de 1996. Néanmoins, l'indice global des prix des produits de base devrait reprendre son léger mouvement de hausse vers le milieu de 1997, ce qui devrait soutenir la production au Canada. La plupart des matières industrielles devraient renchérir en moyenne, à mesure que les capacités excédentaires au sein de l'économie mondiale seront absorbées grâce à l'expansion de l'activité dans les principaux pays.

Tout compte fait, la demande extérieure devrait redevenir un facteur important de la croissance de l'économie canadienne au premier semestre de 1997, soutenue en cela par la solide position concurrentielle des entreprises canadiennes. Plus précisément, les exportations canadiennes devraient se redresser durant la première partie de 1997 par rapport au bas niveau auquel des facteurs temporaires, notamment la grève chez GM, avaient contribué à les faire tomber au quatrième trimestre de 1996.

Il y a également lieu de croire que la demande intérieure continuera de se raffermir. La baisse passée des taux d'intérêt devrait donner un nouveau souffle à la dépense des ménages. En effet, les bas taux d'intérêt conjugués à la demande refouée de logements et de biens de consommation durables maintiendront vraisemblablement le rythme des emprunts des ménages aux niveaux plus élevés observés ces derniers temps. Le taux d'épargne des particuliers pourrait en conséquence rester bas pendant plusieurs trimestres. L'augmentation des composantes de la dépense sensibles aux taux d'intérêt ainsi que la reprise prévue de la forte croissance des exportations devraient stimuler l'emploi dans le secteur privé et, partant, alléger la dépense des ménages. Cela devrait contrebalancer l'effet des facteurs agissant en sens opposé, en particulier les nouvelles mesures d'austérité budgétaire, et aider à neutraliser l'incidence du haut taux de chômage actuel sur la confiance des consommateurs. En outre, des sondages menés récemment par le Conference Board du Canada sur la confiance des entreprises, de même que l'enquête de Statistique Canada sur les intentions d'investissement pour 1997, révèlent que les dépenses en immobilisations devraient rester fermes au premier semestre.

Si l'on en juge par les facteurs externes et internes à l'œuvre, l'économie devrait continuer de progresser avec vigueur durant les six premiers mois de 1997. À notre avis, elle devrait amorcer le second semestre de l'année avec beaucoup de dynamisme compte tenu de l'important assouplissement des conditions monétaires qui a eu lieu. Par conséquent, la Banque prévoit encore une croissance moyenne voisine de 4 % au cours des quatre trimestres de 1997, ce qui devrait donner pour l'année un taux de croissance légèrement en deçà de 4 %. Par comparaison, les prévisionnistes du secteur privé ne tablent que sur un taux de croissance de 3,3 % pour

*La demande extérieure
devrait redevenir un
facteur important de
l'expansion de
l'économie canadienne...
et on s'attend à un
nouveau renforcement
de la demande
interne.*

4. LES PERSPECTIVES EN MATIÈRE

D'INFLATION

Dans l'évaluation qu'elle fait des perspectives en matière d'inflation, la Banque examine les principaux facteurs qui agiront sur l'équilibre entre la demande et l'offre globales aussi les indicateurs quatre à six trimestres à venir. Elle considère aussi les attentes relatives à l'inflation et le rythme d'expansion de la masse monétaire lorsqu'elle se fait une idée de la trajectoire future de la production et de l'inflation ainsi que du niveau approprié des conditions monétaires.

La demande et l'offre globales

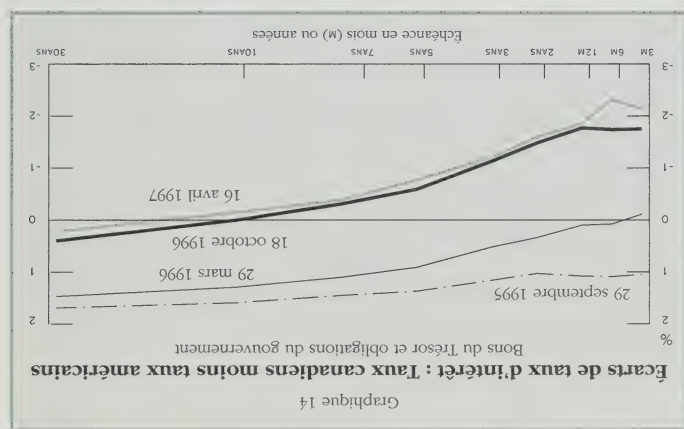
Au deuxième semestre de 1996, la dépense aux États-Unis s'est accrue davantage que prévu, ce qui a entraîné une légère hausse estimative de la demande excédentaire en fin d'année. Tout indique que la dépense a également été vigoureuse au premier trimestre de 1997. Le rythme d'augmentation du PIB réel devrait se ralentir au cours des trimestres à venir, à mesure que la croissance des exportations décollera pour s'ajuster à l'évolution de la situation chez les principaux partenaires commerciaux des États-Unis. Le contraste entre le dynamisme de l'économie américaine et l'activité économique modérée dans les principaux pays d'outre-mer a poussé le dollar E.-U. à la hausse. Bien que l'inflation tendancielle (qui ne tient pas compte des prix des aliments et de l'énergie) ait continué de baisser lentement aux États-Unis, en partie à cause de l'appréciation du dollar et de l'effet modérateur des capacités de production inutilisées dans les pays d'outre-mer, certains signes indiquent que le resserrément des marchés du travail commence à exercer des pressions à la hausse sur les salaires. Les conditions monétaires se sont déjà durcies par suite de l'appréciation de la monnaie et du relèvement, en mars, du taux cible des fonds fédéraux. La Réserve fédérale pourrait néanmoins juger nécessaire d'augmenter une nouvelle fois les taux d'intérêt afin de prévenir une intensification des pressions inflationnistes et de soutenir ainsi l'expansion économique.

La progression de l'activité dans les principaux pays européens a été plus faible que prévu au cours du deuxième semestre de 1996, tandis qu'au Japon l'essor de la dépense a légèrement dépassé les prévisions. Grâce aux mesures passées d'assouplissement des conditions monétaires, l'expansion des économies européenne et japonaise devrait se poursuivre à un rythme modéré pendant le premier semestre de 1997.

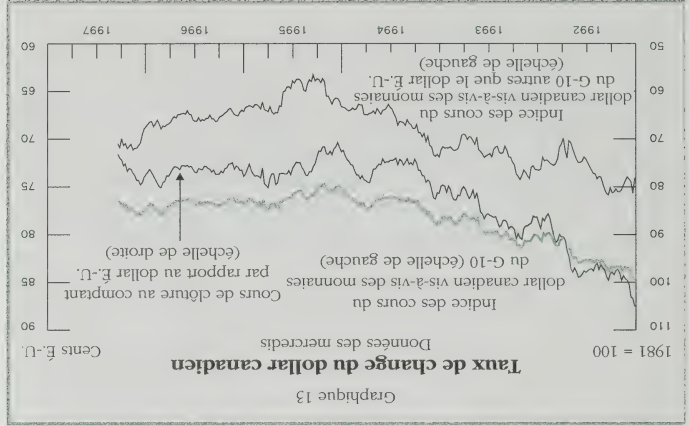
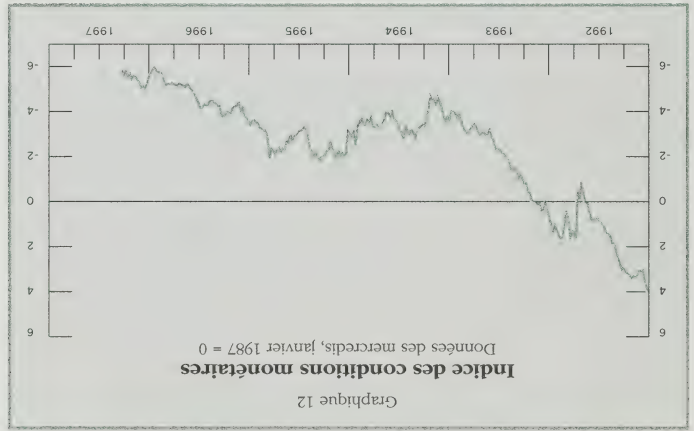
Les cours des produits de base continueront probablement de subir des pressions à la baisse à court terme. Le prix du pétrole brut, en particulier, pourrait baisser davantage, à la faveur de l'augmentation de l'offre en provenance des pays non membres de

Soutenus par les attentes d'une appréciation du dollar canadien, les taux d'intérêt au Canada peuvent demeurer inférieurs à leurs pendant américains.

Malgré la volatilité observée récemment, les marchés financiers canadiens continuent de bénéficier de facteurs fondamentaux positifs comme le faible taux d'inflation, la baisse des emprunts du secteur public et l'amélioration de la balance des paiements. Au cours des deux dernières années, ces facteurs ont donné lieu à une forte réduction des primes de risque exigées par les détenteurs d'avoirs canadiens, et ils continuent d'alimenter les attentes d'une appréciation future du dollar canadien. En conséquence, l'écart entre les taux canadiens et américains pour toutes les échéances allant jusqu'à 10 ans a pu rester négatif (Graphique 14).



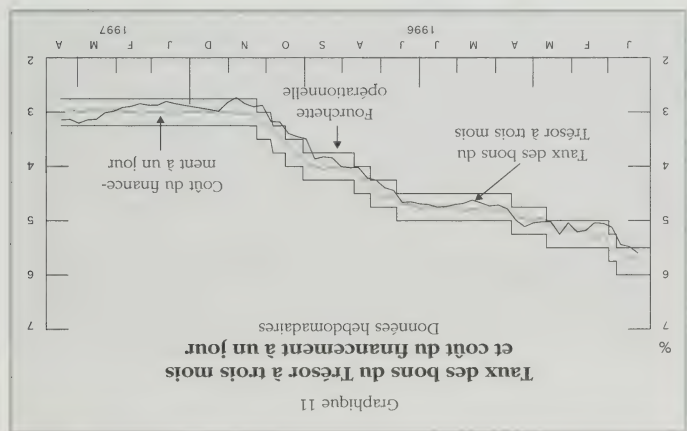
de pourcentage, hausse que les marchés financiers de ce pays avaient déjà en grande partie anticipée. Par la suite, ceux-ci ont réagi à la publication de nouveaux chiffres sur l'économie américaine en anticipant des mesures additionnelles de la part de la Réserve fédérale, ce qui s'est répercuté sur les autres marchés financiers dans le monde. Au Canada, les taux à court et à moyen terme se sont inscrits en hausse. De plus, le dollar canadien s'est à nouveau déprécié par rapport au dollar E.-U., mais il est resté ferme vis-à-vis des autres grandes monnaies. Dans l'ensemble, l'indice des conditions monétaires est demeuré à l'intérieur des limites dans lesquelles il a évolué ces derniers temps, mais l'incidence relative des taux d'intérêt et du taux de change s'est modifiée.



3. LA RÉALISATION DES CIBLES DE MAÎTRISE

DE L'INFLATION

Depuis la publication du dernier rapport, la Banque a cherché en gros à maintenir le niveau des conditions monétaires atteint à l'automne 1996. Afin d'empêcher celles-ci de se durcir par suite de l'appréciation du dollar canadien, la Banque a abaissé les limites de sa fourchette opérationnelle pour le taux du financement à un jour à quatre reprises en octobre et novembre. Le taux officiel d'escompte, qui correspond à la limite supérieure de la fourchette opérationnelle, a été réduit chaque fois d'un quart de point de pourcentage (Graphique 11). Il n'a pas varié depuis, et l'indice des conditions monétaires (ICM) a fluctué entre -5 et -6 (Graphique 12).



Les fluctuations de l'ICM sont largement imputables aux variations du taux de change (Graphique 13). L'évolution du dollar canadien a été grandement influencée par la forte remontée de la devise américaine par rapport à la plupart des autres grandes monnaies. Cette hausse a été soutenue par la robustesse de l'économie des États-Unis et par les attentes croissantes d'un redressement imminent des taux d'intérêt à court terme américains. Dans ces circonstances, le dollar canadien s'est affaibli par rapport au dollar américain, mais il a affiché une grande vigueur vis-à-vis des autres monnaies des pays du Groupe des Dix. Par rapport aux monnaies de l'ensemble du Groupe, le cours du dollar canadien, quoique assez volatil, est resté au-dessus des niveaux auxquels il se situait durant la majeure partie de 1996.

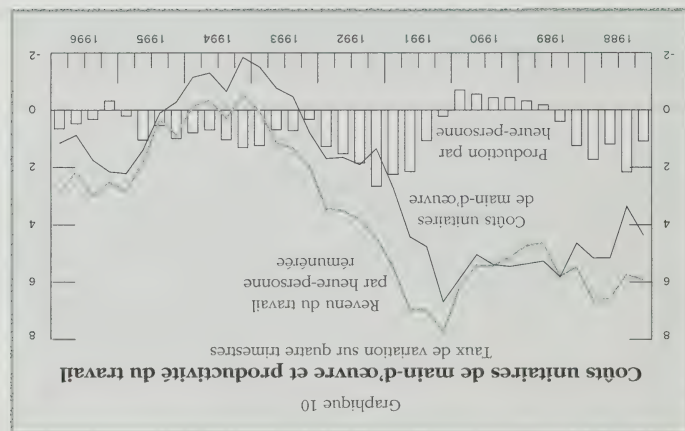
Durant la dernière semaine de mars, la Réserve fédérale des États-Unis a relevé le taux des fonds fédéraux d'un quart de point

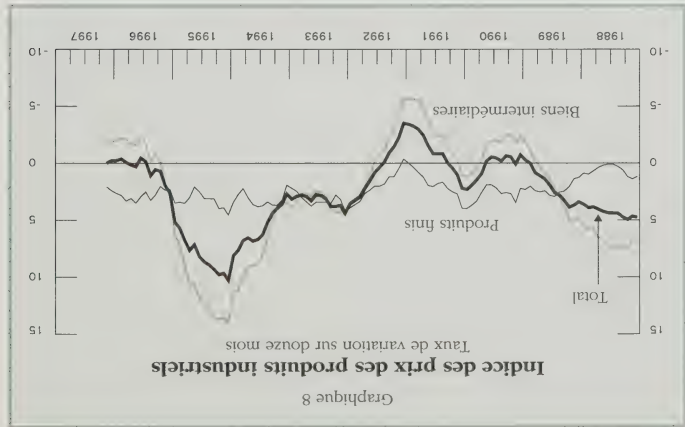
Le dollar canadien a
plu que pour les autres
monnaies du groupe des Dix
vis-à-vis du dollar américain
et a été soutenu par la robustesse
de l'économie des États-Unis et
par les attentes croissantes d'un
redressement imminent des
taux d'intérêt à court terme
américains.

dernières années, les hausses accordées dans le secteur manufacturier ont été généralement élevées par rapport aux autres secteurs, en raison principalement des importants gains de productivité qui y ont été réalisés. Compte tenu du climat d'austérité budgétaire, les augmentations salariales consenties dans le secteur public au deuxième semestre de 1996 sont demeurées très faibles (0,4 %). Dans l'ensemble, sur la foi de ces chiffres et d'autres mesures du comportement des salaires, on estime que la hausse tendancielle de ces derniers (c'est-à-dire non compris les facteurs comme les modifications de la composition de l'emploi) a oscillé dans une plage de 1,5 à 2 % en glissement annuel, soit la même plage depuis quatre ans.

La productivité (production par heure-personne) s'est redressée quelque peu au deuxième semestre de 1996 par rapport à la croissance atone qu'elle avait affichée auparavant. Cette amélioration a contribué au fléchissement du taux d'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre sur quatre trimestres (Graphique 10).

La productivité s'étant redressée, l'augmentation sur quatre trimestres des coûts unitaires de main-d'œuvre s'est ralentie.



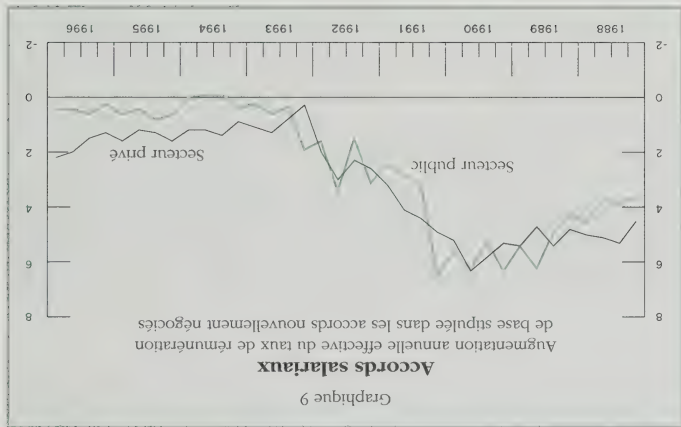


La maîtrise des coûts

La concurrence est vive sur les marchés canadiens des biens et services, ce qui a continué à pousser les producteurs à s'efforcer de maîtriser leurs coûts et d'accroître leur productivité. Dans l'ensemble, la hausse des coûts a été faible au deuxième semestre de 1996.

Pendant cette période, les salaires, qui sont la principale composante des coûts, ont poursuivi leur croissance modérée. Dans le secteur privé, la moyenne des hausses annuelles consenties a augmenté pour s'établir à 2,1 % (Graphique 9). L'industrie automobile, elle a été de 3,5 %, tandis qu'elle s'est chiffrée à 1,5 % dans le reste du secteur privé. Au cours des

La hausse tendancielle des salaires enregistrée au deuxième semestre de 1996 a été similaire à celle observée au



Les prix à la consommation ont ces derniers mois subi le contrecoup des hausses passées des prix à la production dans le secteur de l'énergie. Celles-ci ont touché directement les prix du mazout, de l'essence et du gaz naturel et indirectement ceux d'autres biens et services, comme les voyages par avion, qui entrent dans le calcul de l'indice de référence. Cependant, la vive augmentation des prix à la production du pétrole brut et du gaz naturel survenue en 1996 s'est inversée en grande partie depuis la mi-Janvier à la faveur d'un adoucissement des températures. Ce renchérissement ne devrait donc avoir qu'un effet temporaire sur le niveau de l'IPC.

Les cours mondiaux des produits de base (exprimés en dollars E.-U.) sont demeurés fermes en moyenne depuis octobre dernier (Graphique 7). Les fluctuations de prix les plus prononcées ont été enregistrées par le pétrole brut et les métaux. Les cours des métaux se sont redressés par suite des nouvelles faisant état d'un raffermissement de la demande et d'une baisse des stocks.



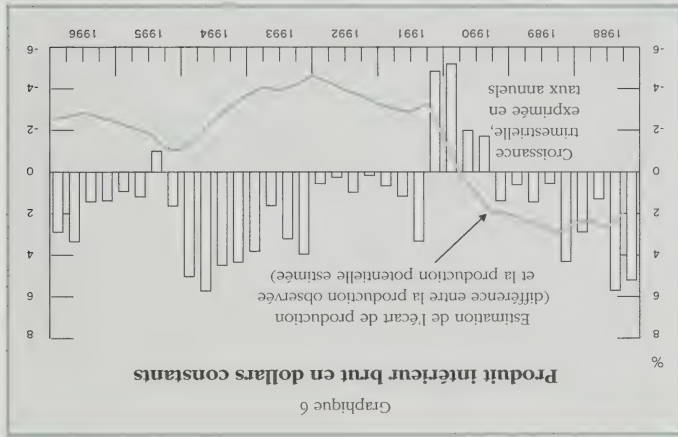
Du côté de la production, l'indice des prix des produits industriels n'a pratiquement pas varié sur douze mois (Graphique 8). En effet, le renchérissement des produits pétroliers a été contrebalancé par le fléchissement, dans les premiers mois de 1996, des prix obtenus par les producteurs canadiens de papier journal, de pâte à papier et de métaux.

*Le renchérissement
passé du pétrole brut
et du gaz naturel a
contribué à la baisse
récente de l'IPC.*

mois.

Les variations du taux de change se repercutent généralement sur l'indice de référence des prix à la consommation dans une proportion d'environ 20 % sur une période de deux ans. L'appréciation du dollar canadien au cours des deux dernières années devrait donc exercer de légères pressions à la baisse sur les prix à la consommation pendant au moins les douze prochains

Le taux de change et les prix des produits de base



La création d'emplois dans le secteur privé

Note technique 2

L'expansion économique que nous vivons a été marquée par une évolution divergente de l'emploi dans le secteur privé et le secteur public. Depuis que la production est revenue, à la mi-1993, au niveau atteint avant la récession, l'emploi a augmenté de 8,4 % dans le secteur privé mais reculé de 6 % dans le secteur public, pour une progression globale nette de 5,9 %.

La création d'emplois a été particulièrement forte dans le secteur manufacturier et le secteur primaire non agricole. En outre, certaines branches du secteur des services, dont le commerce, les transports et les communications ainsi que les services aux collectivités, aux entreprises et aux particuliers, ont enregistré des gains importants depuis le milieu de 1993.

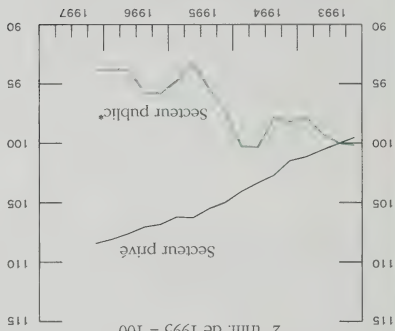
Après avoir augmenté considérablement au début de la décennie, l'emploi dans l'ensemble du secteur public a commencé à diminuer de façon marquée à la fin de 1994, diverses administrations publiques et leurs entreprises ayant mis en branle le processus de restructuration.

Dans le cadre de cette restructuration, certains services ont été transférés au secteur privé de même qu'une partie des salaires touchés. De plus, il est probable qu'un grand nombre de travailleurs ayant quitté le secteur public se soient installés à leur propre compte, ce qui a alimenté la croissance de ce groupe de travailleurs au cours des deux dernières années. Comme certains d'entre eux se sont orientés vers la fourniture de services aux entreprises et aux particuliers, il n'est pas étonnant que l'emploi ait progressé de façon soutenue dans cette branche d'activité.

Le renforcement de la croissance de la production qui s'est amorcé au deuxième semestre de 1996 devrait continuer à stimuler la création d'emplois dans le secteur privé en 1997 et dans les années à venir.

Emploi dans le secteur privé et dans le secteur public*

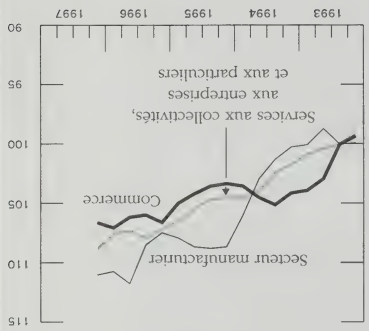
2^e trim. de 1993 = 100



* L'emploi dans ce secteur représentait 15 % de l'emploi total au 1^{er} trimestre de 1997.

Emploi par secteur

2^e trim. de 1993 = 100



additionnels au chapitre de l'emploi dans le secteur privé (Note technique 2) et la demande refoulée de logements et de biens de consommation durables sont autant de facteurs qui ont eu une incidence positive à cet égard.

Les investissements fixes des entreprises ont aussi augmenté sensiblement au deuxième semestre de 1996, renouant avec la vigueur affichée du milieu de 1992 au milieu de 1995. Les entreprises ont continué de chercher à améliorer la productivité et à développer leurs capacités de production. Comme c'était le cas au début de la décennie, la hausse des dépenses observée en 1996 est venue surtout du côté des machines et du matériel, en particulier les ordinateurs et les autres types d'équipement de bureau. Les fabricants et les entreprises de télécommunications ont accru considérablement leurs dépenses d'investissement.

Les niveaux des stocks semblent bien équilibrés. De fait, les entreprises du secteur de la fabrication et du commerce de gros, qui avaient fortement réduit leurs stocks au début de 1996, ont commencé à les reconstituer au second semestre sous l'effet d'un redressement des ventes.

La progression marquée de la demande intérieure, liée notamment aux machines et au matériel, a favorisé un essor des importations en volume au deuxième semestre de 1996. À l'inverse, les exportations se sont contractées de façon prononcée vers la fin de l'année en dépit de l'expansion continue de l'économie américaine. La grève qui a eu lieu chez General Motors en octobre a entraîné une baisse temporaire du volume des exportations (et de la production) de véhicules automobiles au quatrième trimestre de 1996. Le recul des exportations s'explique également par l'affaiblissement de l'activité sur les marchés américains du logement et de l'automobile et par le rassemblement de la demande de machines et de matériel dans ce pays. En raison de ces facteurs et de la croissance vigoureuse des importations canadiennes de machines et de matériel, le solde de la balance courante est redevenu légèrement déficitaire vers la fin de l'année (Graphique 5).

Au second semestre de 1996, la demande globale a progressé un peu plus rapidement que la production potentielle. Il faut toutefois se rappeler que les estimations de la production potentielle sont imprécises et qu'elles se modifient en fonction des mutations structurelles de l'économie. Il convient donc de considérer les chiffres de la production potentielle et de l'écart de production comme des estimations ponctuelles à l'intérieur d'un large intervalle de confiance. À la fin de 1996, l'écart de production estimé par la Banque s'était rétréci pour se situer aux environs de 2,5 %, en baisse par rapport à l'estimation révisée de 3,0 % établie au milieu de l'année (Graphique 6).²

2. La légère révision à la baisse de 0,25 % environ de l'écart de production estimatif en milieu d'année tient à la réduction du taux d'activité tendancielle que la Banque utilise pour évaluer la production potentielle. Cette révision reflète le poids accru que la Banque a décidé d'accorder à l'évolution récente du taux d'activité dans son estimation du taux d'activité tendancielle (voir la Note technique 2 dans la livraison de mai 1996 du *Rapport sur la politique monétaire*).

Les entreprises ont
considérablement
accru leurs dépenses
d'investissement
et commencé à
reconstituer leurs
stocks.
En revanche, la
demande de produits
canadiens à l'étranger
s'est lassée vers la fin
de l'année

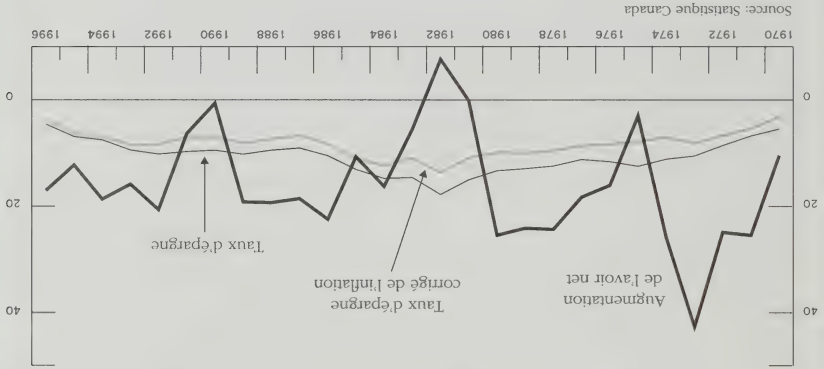
L'écart entre la
production observée
et la production
potentielle s'est rétréci.

Le taux de l'épargne personnelle et la situation financière des ménages

Note technique 1

Certains observateurs disent craindre que les bas niveaux de l'épargne personnelle et l'endettement élevé des ménages n'empêchent de contribuer de façon importante à l'expansion économique. Un examen plus attentif révèle que cela ne devrait pas être le cas.

Épargne personnelle et augmentation de l'avoir net en pourcentage du revenu disponible



La mesure du taux d'épargne la plus couramment utilisée a baissé de façon soutenue, même après correction de l'incidence de l'inflation*, entre 1982 et 1996. Les dépenses des ménages ayant vivement augmenté au quatrième trimestre de 1996, le taux d'épargne est tombé à 3,2 %. Toutefois, comme les taux d'intérêt sont bas et que l'économie progresse, rien n'empêche que le taux d'épargne reste à ce niveau pour un certain temps encore ou même baisse davantage pour un temps. La hausse de l'avoir net des particuliers, une autre mesure de l'épargne**, témoigne d'une propension à épargner bien plus forte ces dernières années et

donne à penser que la plupart des ménages endettés possèdent des actifs en contrepartie. Le point essentiel à retenir, cependant, est que le fardeau du service de la dette des ménages a diminué considérablement depuis le début des années 90 à la faveur de la forte décline des taux d'intérêt. Conjuguée à l'accroissement de l'actif net des ménages, cette baisse du service de la dette devrait contribuer à soutenir la reprise de l'économie canadienne.

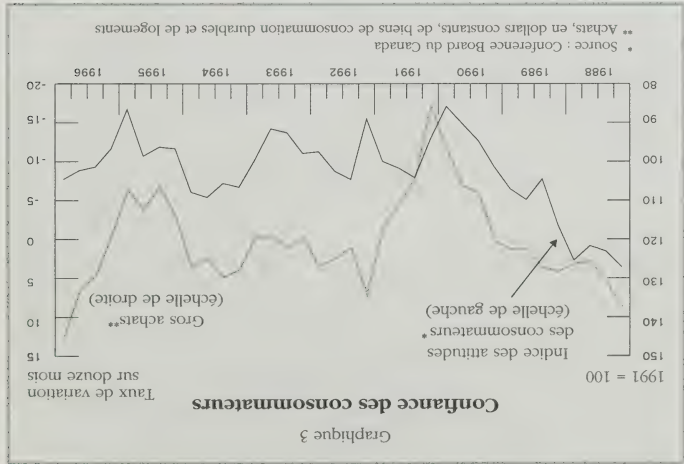
* Pour obtenir des précisions sur la façon dont le taux d'épargne des particuliers est corrigé de l'incidence de l'inflation, voir Lau (1993).

** Par avoir net on entend la valeur des actifs (au prix courant) diminuée des engagements. Les actifs comprennent les actifs financiers et l'immobilier mais non les stocks de biens de consommation durables.



Les dépenses des ménages—notamment au titre du logement, des véhicules automobiles, des meubles et des appareils ménagers—ont enregistré une forte hausse au cours du dernier semestre de 1996. Les ménages estiment que leur situation financière s'est améliorée à court terme à la faveur du recul des taux d'intérêt, ils étaient plus disposés à faire de gros achats. On a donc constaté un regain de confiance chez les consommateurs (Graphique 3) en dépit du peu de progression du revenu disponible. L'allègement du service de la dette (Graphique 4), la situation financière somme toute assez bonne des ménages (Note technique 1), les gains

*Stimulée par le recul
des taux d'intérêt, la
demande des ménages
a continué de se
rasservir.*

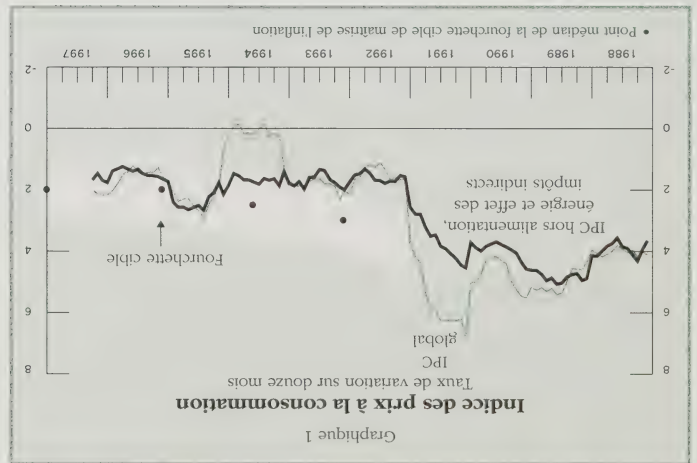
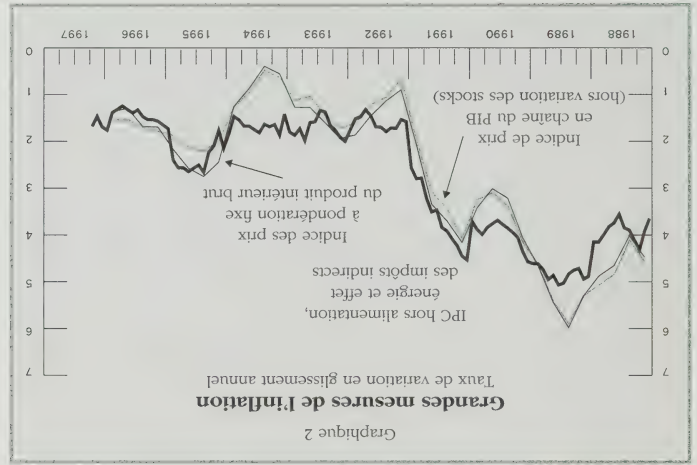


encourageants.

Comme l'on s'y attendait généralement, l'activité économique s'est vivement accélérée au second semestre de 1996. Le PIB en volume a progressé de 3 % en taux annuel au cours de cette période, contre un peu plus de 1 % au premier semestre. Les indices attestant d'un renforcement de la demande intérieure émanant des ménages et des entreprises ont été particulièrement

L'accélération de l'activité économique de 1996 a été sensiblement conforme aux prévisions.

Les facteurs à l'œuvre



2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

L'inflation mesurée par l'IPC a légèrement augmenté au cours des six derniers mois, en raison principalement de facteurs ayant une incidence temporaire. Les ressources inutilisées sur les marchés continuent toutefois d'exercer des pressions à la baisse, et l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est maintenue dans la fourchette de maîtrise de l'inflation visée par la Banque.

L'inflation et la fourchette cible

Comme il a été prévu dans le précédent rapport, le taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence est resté dans la fourchette inférieure de la fourchette cible, bien qu'il se soit légèrement accru depuis l'automne 1996. En mars 1997, le taux d'inflation mesuré par cet indice se situait à 1,7 %, comparativement au creux de 1,2 % touché en septembre 1996 (Graphique 1).

La hausse de l'indice de référence semble attribuable en grande partie à des facteurs transitoires, qui n'auront donc pas d'effet durable sur l'inflation, notamment une majoration des tarifs aériens due au renchérissement du carburant, une augmentation des coûts de l'assurance automobile en Ontario découlant de la refonte du système d'assurance imposée par le gouvernement de cette province et un certain rétablissement des marges bénéficiaires des détaillants.

La croissance sur douze mois de l'IPC global a été de 2,0 % en mars 1997, contre 1,5 % en septembre dernier. Cette hausse est due en partie à une montée des prix de l'énergie, qui ne devrait être que temporaire puisque les prix à la production ont considérablement baissé depuis la mi-janvier.

En revanche, d'autres grandes mesures de l'inflation ont fléchi depuis la parution du dernier rapport, ce qui tient en partie à une détérioration des termes de l'échange (ratio des prix à l'exportation aux prix à l'importation). En glissement annuel, la hausse de l'indice des prix à pondération fixe du produit intérieur brut (PIB) a été de 1,4 % au quatrième trimestre de 1996, comparativement à 1,7 % au deuxième trimestre (Graphique 2). Le taux d'accroissement annuel de l'indice de prix en chaîne du PIB hors variation des stocks¹—une mesure des variations des prix qui tient compte des modifications de la composition de la dépense—a également baissé au cours de la même période pour s'établir à 1,5 %.

1. Dans le calcul de l'indice de prix en chaîne du PIB hors variation des stocks, les fluctuations trimestrielles des prix sont pondérées par la valeur en dollars courants des composantes de la dépense observée le trimestre précédent.

L'indice de référence
s'est maintenue dans la
fourchette inférieure de la
fourchette cible de
maîtrise de l'inflation.

D'autres grandes
mesures de l'inflation
ont continué de fléchir
au deuxième semestre
de 1996.

1. INTRODUCTION

Depuis la publication de la dernière livraison du *Rapport sur la politique monétaire*, l'économie canadienne a connu une progression sensiblement conforme aux pronostics. L'inflation est restée faible, l'activité économique a commencé à réagir à l'importation assoupissement des conditions monétaires et la conjoncture internationale s'est montrée favorable.

L'assainissement rapide des finances publiques et les attentes d'une faible inflation ont soutenu le dollar canadien, de sorte que nos taux d'intérêt à court et à moyen terme sont restés nettement inférieurs à leurs pendant américains. À la faveur des bas taux d'intérêt, le niveau de l'activité dans le secteur privé a commencé à se redresser fortement et à faire contrepoids à l'effet de freinage que les restrictions imposées dans le secteur public ont eu sur les dépenses et la confiance des consommateurs. À l'échelle de l'économie, toutefois, la demande globale est demeurée bien en deçà des limites des capacités de production.

Dans ces circonstances, la Banque du Canada a veillé à ce que les conditions monétaires restent souples. Avec l'essor de l'activité économique, la politique monétaire aura pour défi de favoriser des conditions monétaires susceptibles de soutenir une expansion durable et de maintenir l'inflation tendancielle à un bas niveau au Canada.

Les données que renferme le présent rapport s'arrêtent au 22 avril 1997.

L'assoupissement des conditions monétaires a donné lieu à une accélération de l'activité économique et l'inflation reste faible.

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi mais le moyen par lequel la politique monétaire contribue à la bonne tenue de l'économie.
- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnellement plus efficace de l'économie et, partant, une amélioration de son potentiel de croissance au fil du temps.
- Grâce aux cibles de maîtrise de l'inflation, la politique monétaire est plus en mesure d'atténuer les variations cycliques du revenu et de l'emploi, et la Banque d'évaluer le potentiel de croissance de l'économie.

La politique monétaire comme outil

- Tout porte à croire que l'inflation est, à long terme, le résultat d'une expansion monétaire excessive. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable. Par l'influence qu'elle exerce sur les taux d'intérêt à court terme, la Banque s'emploie à imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la fourchette cible de maîtrise de l'inflation.

Les cibles

- En décembre 1993, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada se sont fixé comme objectif de maintenir la croissance annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC) dans une fourchette de 1 à 3 %.
- D'ici la fin de 1998, une nouvelle fourchette cible de maîtrise de l'inflation compatible avec la stabilité des prix sera définie.

Le suivi de l'inflation

- À court terme, la Banque se concentre sur l'IPC hors aliments, énergie et effet des impôts indirects, car une bonne part des variations de l'IPC global sont attribuables aux fluctuations passagères des prix des aliments et de l'énergie et aux modifications des impôts indirects. La Banque appelle cette mesure l'*indice de référence*.
- En longue période, les mesures de l'inflation fondées sur l'IPC global et sur l'indice de référence tendent à afficher des profils d'évolution similaires. Toutefois, si les deux indices devaient conserver des profils d'évolution divergents, la Banque ajusterait la trajectoire souhaitée pour le taux d'augmentation de l'indice de référence de façon à maintenir celui de l'IPC global à l'intérieur de la fourchette cible.

TABLE DES MATIÈRES

1. Introduction.....	5
2. L'évolution récente de l'inflation.....	6
L'inflation et la fourchette cible.....	6
Les facteurs à l'oeuvre	7
3. La réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation.....	16
4. Les perspectives en matière d'inflation	19
La demande et l'offre globales	19
Les facteurs temporaires qui influent sur l'inflation	21
Les mesures des attentes relatives à l'inflation	21
Les indicateurs monétaires	24
5. Conclusions	26
Bibliographie	27

«Le Canada a fait des progrès notables [...] en ce qui concerne le rétablissement de la crédibilité de ses politiques macroéconomiques et la mise en place des ajustements nécessaires à l'instauration d'une économie plus efficiente et plus prospère dans l'avenir [...] La meilleure contribution que la Banque du Canada puisse apporter au maintien de ces tendances positives est de favoriser un climat de confiance et de stabilité monétaires. C'est précisément ce que nous entendons instaurer grâce à l'engagement que nous avons pris à l'égard des cibles de maîtrise de l'inflation.»

— Gordon Thiessen

*Allocution prononcée à Ottawa le 21 mars 1997
devant l'Association canadienne de science
économique des affaires et l'Ottawa Economics
Association*

RAPPORT SUR LA POLITIQUE
MONÉTAIRE

— mai 1997 —

Le dollar en argent reproduit en page couverture a été émis pour marquer le 100^e anniversaire de la Coupe Stanley. Le gouverneur général Lord Stanley fit don de la coupe en 1893, et celle-ci s'inscrit rapidement dans la tradition du hockey. Le dessin, de l'artiste canadien Stewart Sberwood, montre la Coupe Stanley d'hier et celle d'aujourd'hui.

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

893-49-90-607
CN ISSN 1201-8783
Imprimé au Canada sur papier recyclé

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— mai 1997 —



AI
EN73
MS6

MONETARY POLICY REPORT

— May 1997 —

Summary

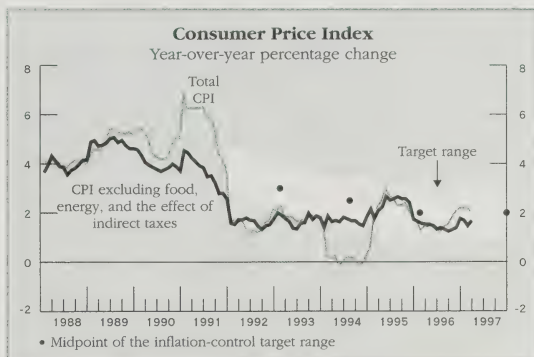
Since the last *Report*, the trend rate of inflation has stayed within the lower half of the Bank's 1 to 3 per cent target range for inflation control.

With expectations of continued low inflation and rapidly improving fiscal positions of governments, short- and medium-term interest rates have remained below those of the United States. In this low-interest-rate environment, private sector activity has picked up significantly and has started to offset the dampening effects on spending and consumer confidence coming from public sector restraint. Economy-wide, however, the level of total demand remains well below capacity limits, leaving room for continued strong expansion.

In this climate, the Bank maintained the accommodative level of monetary conditions achieved last autumn. With the economy gathering momentum, the challenge for monetary policy will be to encourage monetary conditions that support a durable expansion and preserve Canada's low trend rate of inflation.

Factors affecting inflation

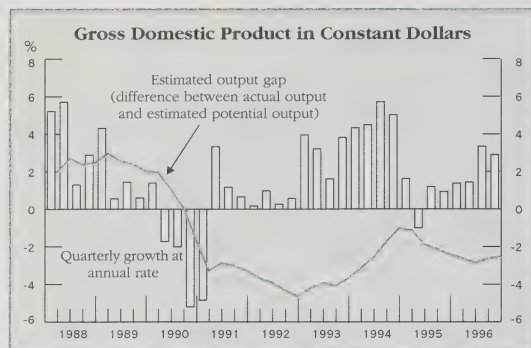
Economic activity in Canada rose significantly in the last half of 1996, broadly in line with expectations.



"The underlying basis for the Bank of Canada's policy over the long run has been the achievement and the maintenance of price stability in Canada. We have always viewed this objective not as an end in itself, but as a means to an end, that end being a better-functioning Canadian economy, one that is more productive and has a higher standard of living than an economy facing persistently rising prices."

— C. Freedman
Deputy Governor

*Address to the Economic Policy Committee of the
Canadian Chamber of Commerce
10 October 1996*



Domestic demand picked up as both households and businesses responded to lower interest rates. Consumer confidence improved, and household spending—particularly on big-ticket items—rose strongly. Businesses increased investment, especially for machinery and equipment to boost productivity and expand capacity. Higher sales also encouraged firms in the manufacturing and wholesale sectors to begin rebuilding stocks.

The strengthening domestic economy, particularly the demand for machinery and equipment, led to a rebound in imports. At the same time, exports fell off noticeably towards the end of the year in spite of continued strong growth in the U.S. economy. The General Motors strike in October led to a temporary decrease in automotive production and exports. Exports also fell because of reduced activity in the U.S. housing and automobile markets and a decline in U.S. demand for machinery and equipment. These developments caused Canada's balance of international payments to swing back to a small deficit position in the fourth quarter.

With total demand advancing faster than the economy's production capacity, the gap between actual and potential output narrowed in the second half of 1996. The Bank estimates that the gap was 2.5 per cent at year-end; however, such estimates are imprecise and should be viewed as having a wide confidence band.

Overall, the margin of unused capacity in the economy, combined with rising productivity and highly competitive global markets, continued to exert downward pressure on prices and costs.

Achieving the inflation-control targets

During the last six months, the Bank has sought to broadly maintain the monetary conditions achieved in the autumn of 1996. The Bank Rate was reduced by one-quarter of a percentage point on four occasions in October and November to keep monetary conditions from tightening as the Canadian dollar strengthened. The Bank Rate has remained unchanged since then, with fluctuations in monetary conditions coming largely from movements in the exchange rate.

A key influence on the exchange rate has been the strength of the U.S. dollar against most major currencies, bolstered by the robust U.S. economy and growing expectations that short-term interest rates in the United States would rise. While the Canadian dollar has weakened against the U.S. dollar, it has shown considerable strength against the other major currencies. Overall, against the currencies of all the G-10 countries, the

dollar has remained at or above the levels that prevailed through much of 1996.

By the time the U.S. federal funds rate was raised a quarter of a percentage point in late March, markets had largely anticipated the move. Reaction to U.S. economic data subsequent to the Federal Reserve Board action has led financial markets to build in expectations of further tightening by the Federal Reserve. This has resulted in higher Canadian short- and medium-term interest rates and in a weaker Canadian dollar. On balance, the monetary conditions index has stayed within its recent range but with a change in the mix of interest rates and the exchange rate.

Despite this recent volatility, Canadian financial markets continue to be supported by the solid fundamentals of low inflation, declining public sector borrowing, and an improved external balance of payments. These fundamentals have reduced risk premiums in our interest rates over the past two years; they continue to underpin the Canadian dollar; and they have allowed Canada-U.S. interest differentials out to 10-year maturities to remain negative.

The outlook for inflation

Both external and domestic circumstances indicate continued robust growth for the Canadian economy.

The pace of growth in the United States outstripped expectations in the last half of 1996, leaving the level of economic activity pressing capacity limits at year-end. Although indications are that spending continued to be strong in the first quarter of 1997,

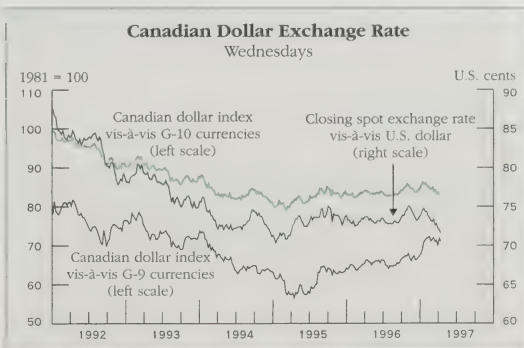
growth in the United States should begin to ease in response to the currency appreciation and higher interest rates. Nevertheless, the Federal Reserve may find it necessary to raise interest rates further in order to prevent a buildup of inflationary pressures and to sustain the economic expansion.

In both Europe and Japan, past easings in monetary conditions should continue to support moderate growth throughout 1997.

Thus, external demand is expected to again play a major role in the expansion of Canada's economy during 1997, with the help of our strong competitive position.

Prospects are also good for further increases in domestic spending. Low interest rates have caused a pickup in the housing market and in business investment, as well as a marked increase in consumer spending on motor vehicles and other durable goods.

Although the Bank expects a continuation of vigorous economic expansion through 1997, the amount of slack remaining in the economy will continue to restrain price pressures. Thus, inflation is expected to remain in the lower half of the inflation-control



target range for the balance of the year.

An acceleration in the expansion of the narrow measure of money, M1, in the last six months also points to a strong pickup in economic activity over the next few quarters. However, if such rapid growth in M1 were to persist into 1998, it would not be consistent with preserving low inflation over the medium term. Close monitoring of M1 growth is therefore required.

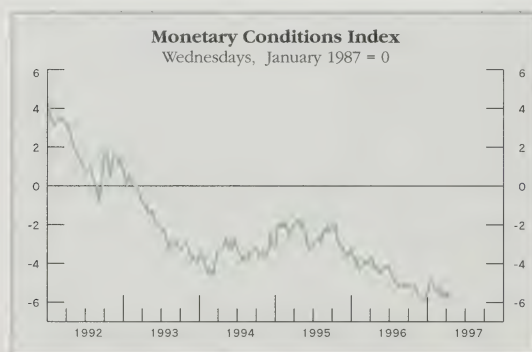
Expectations of inflation have held steady in recent months and increasingly seem to be anchored by the Bank's inflation-control target range.

Conclusions

Economic developments during the last half of 1996, combined with

recent monthly indicators, point to broad-based strength in the economy and a continuation of robust expansion through 1997. This momentum has significantly reduced the risk of inflation falling below the 1 to 3 per cent target range. Thus, in the absence of unexpected developments in inflation or economic activity, the possible need for further monetary easing, discussed in the last *Report*, has largely disappeared.

Over the medium term, as slack in the economy is absorbed, the Bank will need to promote less stimulative monetary conditions in order to maintain Canada's low trend of inflation, and thereby contribute to a durable expansion of activity in line with the economy's capacity to produce goods and services.



The Bank's Monetary Conditions Index is published semi-annually. Copies of the full Report and the Monetary Conditions Index are available from the Bank of Canada Communications Service. For more information, contact the Bank of Canada at 1-800-367-3333.

For more information on the Bank's monetary policy, visit our website at <http://www.bankofcanada.ca>.

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

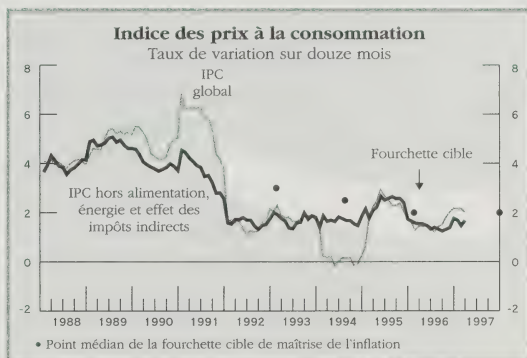
— mai 1997 —

Sommaire

Depuis la parution du rapport précédent, le taux de l'inflation tendancielle s'est maintenu dans la moitié inférieure de la fourchette de 1 à 3 % visée par la Banque.

Les attentes d'une faible inflation et l'assainissement rapide des finances publiques ont permis à nos taux d'intérêt à court et à moyen terme de rester inférieurs à leurs pendantes américains. Grâce aux bas taux d'intérêt, le niveau de l'activité dans le secteur privé s'est redressé fortement et a commencé à faire contrepoids à l'effet de freinage que les restrictions imposées dans le secteur public ont eu sur les dépenses et la confiance des consommateurs. À l'échelle de l'économie toutefois, la demande globale est demeurée bien en deçà des limites des capacités de production, ce qui permet la poursuite d'une expansion vigoureuse.

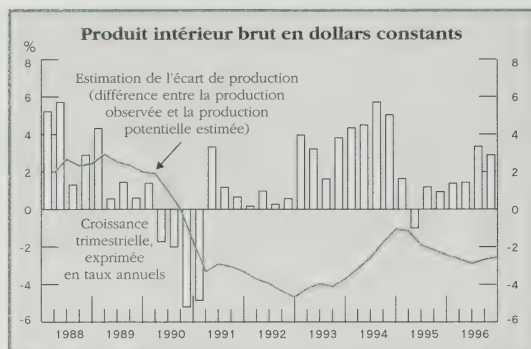
Dans ces circonstances, la Banque du Canada a veillé à maintenir le degré d'assouplissement des conditions monétaires obtenu l'automne dernier. Avec l'essor de l'activité économique, la politique monétaire aura pour défi de favoriser des conditions monétaires susceptibles de soutenir une expansion durable et de garder l'inflation tendancielle à un bas niveau au Canada.



«L'objectif fondamental que la Banque du Canada poursuit à long terme est la réalisation et le maintien de la stabilité des prix au Canada. Pour nous, loin de constituer une fin en soi, cet objectif est un moyen de parvenir à une fin, celle-ci étant une économie plus productive et fonctionnant mieux, une économie favorisant un niveau de vie plus élevé qu'il ne le serait si les prix étaient en hausse constante.»

— C. Freedman
Sous-gouverneur

*Allocution prononcée le 10 octobre 1996 devant
le comité de la Chambre de commerce du
Canada chargé d'étudier les politiques
économiques*



Les facteurs à l'œuvre

Comme l'on s'y attendait généralement, l'activité économique s'est vivement accélérée au deuxième semestre de 1996.

La demande intérieure émanant des ménages et des entreprises s'est renforcée à la faveur du recul des taux d'intérêt. Les consommateurs reprenant confiance, les dépenses des ménages, notamment au titre des articles coûteux, ont enregistré une forte hausse. Les entreprises ont accru leurs investissements, particulièrement en machines et en matériel, dans le but d'améliorer la productivité et de développer leurs capacités de production. Par ailleurs, le redressement des ventes a incité les entreprises du secteur de la fabrication et du commerce de gros à commencer à reconstituer leurs stocks.

Le raffermissement de la demande intérieure, surtout celle de machines et de matériel, a favorisé une montée des importations. À l'inverse, les exportations se sont contractées de façon prononcée vers la fin de l'année malgré la poursuite de la forte expansion chez nos voisins du Sud. La grève survenue chez General Motors en octobre a entraîné une baisse temporaire de la production et des exportations de véhicules automobiles. Le recul des exportations s'explique aussi

par l'affaiblissement de l'activité sur les marchés américains du logement et de l'automobile et par le tassement de la demande de machines et de matériel dans ce pays. En raison de ces facteurs, la balance canadienne des paiements internationaux est redevenue légèrement déficitaire au quatrième trimestre.

La demande globale ayant progressé plus rapidement que la production potentielle, l'écart entre la production observée et la production potentielle s'est rétréci au second semestre de 1996. Selon les estimations de la Banque, cet écart était de 2,5 % à la fin de l'année. Il convient cependant de retenir que ces estimations sont imprécises et qu'elles s'accompagnent d'un large intervalle de confiance.

La présence d'une marge de capacité inutilisée dans l'économie, conjuguée à une hausse de la productivité et à une vive compétitivité des marchés internationaux, a continué d'exercer des pressions à la baisse sur les prix et les coûts.

La réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation

Au cours des six derniers mois, la Banque a cherché en gros à maintenir le niveau des conditions monétaires atteint l'automne dernier. Afin d'empêcher celles-ci de se durcir par suite de l'appréciation du dollar canadien, la Banque a abaissé le taux officiel d'escompte d'un quart de point de pourcentage à quatre reprises en octobre et novembre. Ce taux n'a pas varié depuis, et les fluctuations de l'indice des conditions monétaires ont été largement imputables aux variations du taux de change.

L'évolution du dollar canadien a été grandement influencée par la force de la devise américaine par rapport à la plupart des autres grandes mon-

naies, elle-même attribuable à la robustesse de l'économie des États-Unis et aux attentes croissantes d'un redressement imminent des taux d'intérêt à court terme américains. Le dollar canadien s'est affaibli par rapport à son pendant américain, mais il a affiché une vigueur considérable vis-à-vis des autres grandes monnaies. Par rapport aux monnaies de l'ensemble du Groupe des Dix, le cours du dollar canadien est resté au-dessus des niveaux auxquels il s'est situé durant la majeure partie de 1996.

Lorsqu'à la fin mars la Réserve fédérale des États-Unis a relevé le taux des fonds fédéraux d'un quart de point de pourcentage, les marchés financiers avaient déjà en grande partie anticipé cette hausse. Ces derniers ont réagi aux chiffres sur l'économie américaine publiés après le relèvement en anticipant un nouveau resserrement de la part de la Réserve fédérale. Au Canada, par conséquent, les taux à court et à moyen terme ont augmenté, et le dollar s'est affaibli. Dans l'ensemble, l'indice des conditions monétaires est demeuré à l'intérieur des limites dans lesquelles il a évolué ces derniers temps, mais l'incidence relative des taux d'intérêt et du taux de change s'est modifiée.

Malgré la volatilité observée récemment, les marchés financiers canadiens continuent de bénéficier de facteurs fondamentaux positifs comme le faible taux d'inflation, la baisse des emprunts du secteur public et l'amélioration de la balance des paiements. Ces facteurs ont donné lieu, au cours des deux dernières années, à une réduction des primes de risque incorporées à nos taux d'intérêt; comme ils continuent de soutenir le dollar canadien, l'écart entre les taux canadiens et américains pour toutes les échéances allant jusqu'à 10 ans a pu rester négatif.

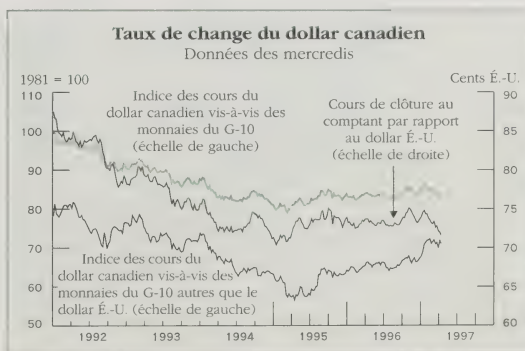
Les perspectives en matière d'inflation

Si l'on en juge par les facteurs externes et internes à l'œuvre, l'économie canadienne devrait continuer d'afficher une solide expansion.

Le rythme de la croissance aux États-Unis au second semestre de 1996 a été beaucoup plus rapide qu'on ne le prévoyait, ce qui a accentué les pressions s'exerçant sur l'appareil de production en fin d'année. Il semblerait que la dépense soit demeurée ferme au premier trimestre de 1997, mais l'expansion américaine devrait commencer à marquer le pas sous le coup de l'appréciation du dollar et de la montée des taux d'intérêt. La Réserve fédérale pourrait néanmoins juger nécessaire d'augmenter à nouveau les taux d'intérêt afin de prévenir une intensification des pressions inflationnistes et de soutenir ainsi l'expansion économique.

Grâce aux mesures passées d'assouplissement des conditions monétaires, l'expansion des économies européenne et japonaise devrait se poursuivre, à un rythme modéré, pendant 1997.

La demande extérieure devrait donc redevenir un moteur de la croissance de l'économie canadienne en 1997, aidée en cela par notre solide position concurrentielle.



Il y a également lieu de croire que la dépense intérieure continuera de se raffermir. À la faveur de la baisse des taux d'intérêt, le marché du logement et les investissements des entreprises ont repris, et les dépenses des ménages au titre des véhicules automobiles et des autres biens durables se sont nettement redressées.

Même si l'expansion vigoureuse de l'économie canadienne devrait, selon la Banque, se poursuivre pendant le restant de l'année, la marge de capacité inutilisée continuera de contenir les pressions à la hausse sur les prix. Par conséquent, l'inflation devrait demeurer dans la moitié inférieure de la fourchette cible d'ici la fin de l'année.

L'accélération de la croissance de M1 (l'agrégat monétaire au sens étroit) au cours des six derniers mois annonce également une nette reprise de l'activité pendant les quelques trimestres à venir. Cependant, si la croissance de M1 devait conserver sa cadence actuelle au-delà de 1997, elle ne serait pas compatible avec le maintien d'un bas taux d'inflation à moyen terme. Elle devra donc être surveillée de près.

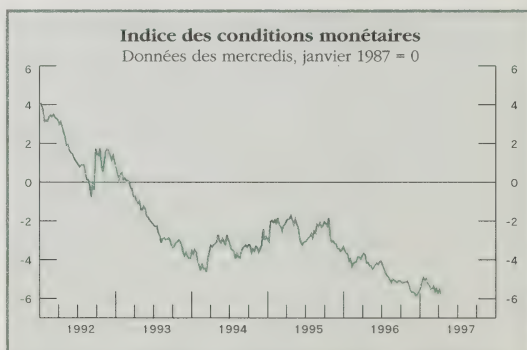
Les attentes d'inflation n'ont guère varié au cours des derniers mois et semblent de plus en plus se situer à l'intérieur de la fourchette visée par la Banque.

Conclusions

L'évolution observée au second semestre de 1996 de même que cer-

tains indicateurs mensuels récents laissent présager une vigueur généralisée de l'économie ainsi que la poursuite d'une expansion robuste durant le reste de 1997. Un tel dynamisme a considérablement réduit les risques que l'inflation tombe en deçà de la fourchette cible de 1 à 3 %. Par conséquent, à moins que l'inflation ou l'activité économique n'évoluent de façon inattendue, la possibilité d'un nouvel assouplissement des conditions monétaires, que nous avons évoquée dans notre dernier rapport, s'est grandement estompée.

En ce qui concerne le moyen terme, la Banque devra favoriser, à mesure que les capacités de production inutilisées seront absorbées, des conditions monétaires moins expansionnistes afin de maintenir le taux de l'inflation tendancielle à un bas niveau et, de ce fait, contribuer à une expansion durable de l'activité compatible avec la capacité de l'économie de produire des biens et des services.



Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an. Pour recevoir des exemplaires du rapport au complet ou du *Sommaire*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, Services de communication, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9, composer le (613) 782-8248 ou adresser un message électronique à : publication@bank-banque-canada.ca.

CAI
FN73
-MSG

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

— November 1997 —



The silver dollar on the cover was issued to mark the 100th anniversary of the Stanley Cup. Donated by Governor General Lord Stanley in 1893, the Cup soon became an integral part of hockey's heritage. This design, by Canadian artist Stewart Sherwood, portrays the Stanley Cup as it evolved from the early days of hockey to the present.

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

893-49-90-629
CN ISSN 1201-8783

Printed in Canada on recycled paper

MONETARY POLICY REPORT

— November 1997 —

"With the economic momentum expected to continue at a solid pace in the period ahead, monetary policy now faces new challenges the immediate challenge for monetary policy [is] to promote monetary conditions that will preserve Canada's good inflation performance through the current economic upswing, thereby helping to make this economic expansion a long-lasting one."

* * * * *

"With inflation under control and increasingly favourable fiscal positions, we now have an opportunity to see what our economy is capable of delivering, in terms of sustained growth in output and employment and improving standards of living."

— Gordon Thiessen

*Speech to the Board of Trade, Vancouver, B.C.
7 October 1997*

CONTENTS

1. Introduction	5
2. Recent Developments in Inflation	6
Inflation and the target range	6
Factors at work on inflation	9
3. Achieving the Inflation-Control Targets	17
4. The Outlook for Inflation	21
Aggregate demand and supply	21
Temporary factors affecting inflation	23
Measures of inflation expectations	23
Monetary indicators	26
Inflation projection	27
5. Conclusions	29
Bibliography	30

CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself but, rather, is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low inflation allows the economy to function more effectively and thereby contributes to better economic potential over time.
- Inflation-control targets ensure that monetary policy works to moderate cyclical fluctuations in income and employment. These targets help the Bank make more accurate judgments about the potential of the economy.

The monetary policy instrument

- The Bank of Canada uses its influence on short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target range. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags, with the major effect on inflation from changes in monetary conditions usually felt over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the Bank of Canada and the federal government jointly announced a series of targets for reducing inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. In December 1993, this target range was extended to the end of 1998.
- By the end of 1998, a decision will be taken on a future inflation-control target range that would be consistent with price stability.

Monitoring inflation

- In the short run, the Bank focusses on the CPI excluding food, energy, and the effect of indirect taxes, because there is a good deal of movement in the CPI caused by transitory fluctuations in the prices of food and energy, as well as by changes in indirect taxes. This measure is referred to as the *core CPI*.
- Over longer periods, the measures of inflation based on the total CPI and the core CPI tend to follow similar paths. In the event of persistent differences between the trends of the two measures, the Bank would adjust its desired path for core CPI inflation so that total CPI inflation would come within the target range.

1. INTRODUCTION

In the last half-year, the economic expansion in Canada has become well established, supported by low inflation, highly stimulative monetary conditions, and a strong U.S. economy. These positive factors have more than offset the dampening effects that fiscal restraint and private and public sector restructuring have had on spending and consumer confidence.

Private sector activity has been moving ahead briskly, with household spending and business investment in machinery and equipment leading the way. In addition, strong growth in world trade has supported a rising trend in Canadian exports. Consequently, economic slack has been taken up more rapidly than in the second half of last year.

These developments have been broadly in line with expectations set out in the last *Report*, where it was concluded that the highly stimulative monetary conditions of the past two years would no longer be necessary as the economy gained momentum and moved towards full resource utilization. Consistent with this assessment, in early summer the Bank acted to counter an easing in monetary conditions stemming from persistent weakness in the exchange rate. In early autumn further action was taken, this time to moderate the extent of monetary stimulus in the economy.

With the economy now gathering strong momentum and the influences of restructuring and past fiscal policy measures becoming increasingly less pronounced, the challenge for monetary policy is to promote a level of monetary conditions that preserves low inflation and thereby contributes to making this economic expansion a long-lasting one.

The economic expansion in Canada has become well established ...

... and economic slack has been taken up more rapidly.

With the economy gathering strong momentum, the challenge for monetary policy is to preserve low inflation and thereby help make the expansion a long-lasting one.

This report includes information received to 29 October 1997.

2. RECENT DEVELOPMENTS IN INFLATION

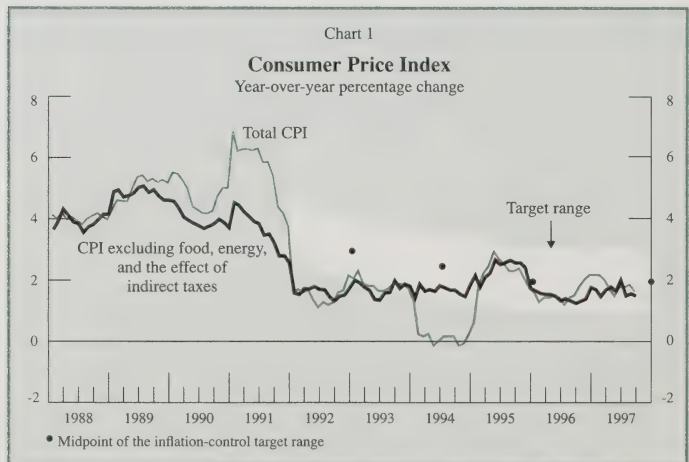
Over the past six months, core CPI inflation has shown little change, remaining in the lower half of the Bank's inflation-control target range. The downward pressure on inflation coming from slack in product markets has been partly offset by efforts in a few sectors to boost profit margins.

Inflation and the target range

Since the last Report, core inflation has remained in the lower half of the target range.

As anticipated in last May's *Report*, the 12-month rate of increase in the core CPI has remained in the lower half of the inflation-control target range. As of September 1997, core inflation was 1.5 per cent compared with 1.7 per cent last March (Chart 1). Other statistical measures of trend inflation convey the same message (Technical Box 1).

Even so, core inflation has been slightly higher than was expected six months ago. The downward pressure on inflation from excess capacity has been partly offset by efforts to restore profit margins in retailing and certain other consumer-oriented sectors. In addition, as inflation expectations in recent years have become more heavily influenced by the inflation target and less sensitive to past inflation, the overall downward pressure from slack in the economy may, in effect, have been somewhat lessened (Technical Box 2).



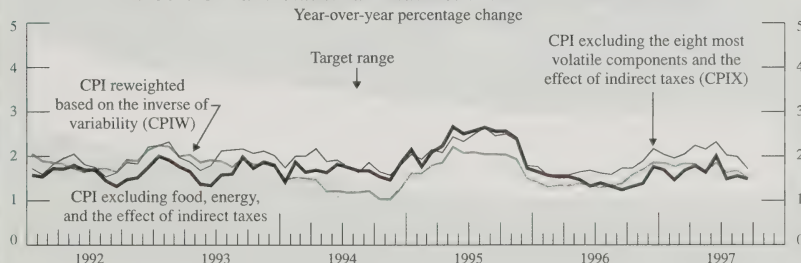
Technical Box 1

Measuring the Trend of Inflation

Most central banks with inflation targets use a measure of core inflation similar to that used by the Bank of Canada (the CPI excluding food, energy, and the effect of indirect taxes) as a guide in conducting monetary policy. Some, such as the Reserve Bank of New Zealand and the Bank of England, also regularly publish other statistical measures of the trend inflation rate. These measures are based on the assumption that extreme fluctuations in relative prices generally translate into temporary shocks to the inflation rate without altering its underlying trend. The trend of inflation can be estimated using statistical measures but cannot be measured precisely. It is therefore prudent to compare several different measures. When those measures convey the same message, monetary authorities can reasonably assume that their decisions are based on reliable guides. If, however, the estimates diverge significantly, the reasons for this divergence must be closely examined to help monetary policy keep the trend rate of inflation within the target range.

On the basis of recent research,* the Bank has started to monitor two other statistical measures of trend inflation that seem to contain the most information about future movements in the total CPI. The first of these measures (CPIX) excludes the eight most volatile components from the CPI (fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, mortgage interest, inter-city transportation, and tobacco products) as well as the effect of indirect taxes on the remaining components. The total weighting of these eight components in the CPI (16 per cent) is less than the weighting of total food and energy (26 per cent). The second measure (CPIW) retains all the CPI components, but multiplies each CPI basket weight by an additional weight that is inversely proportional to the component's variability, so that the most volatile components have less influence in the overall index.

The Core CPI and Statistical Measures of the Trend Inflation Rate



Since the beginning of 1997, both these measures have followed a path similar to that of the core CPI. Although their levels differ slightly, these measures essentially tell the same story, since they are well within the inflation-control target range and are currently below the midpoint of 2 per cent.

* See Laflèche (1997a, b) and Crawford, Fillion, and Laflèche (forthcoming).

Technical Box 2

The Inflation Process: Changing Expectations

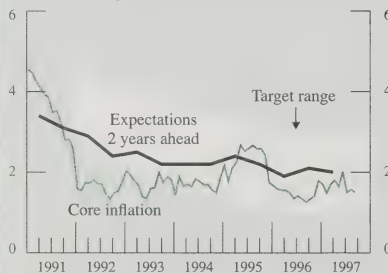
Core CPI inflation has been relatively stable since 1992 despite considerable excess supply in the economy. In the past, prolonged periods of significant excess demand or excess supply generally resulted in inflation moving higher or lower. A change in the process that determines inflation expectations may explain the puzzle in recent behaviour.

Inflation expectations can be represented as a weighted average of past inflation and forward-looking expectations for inflation. In an environment of relatively stable low inflation, especially if the credibility of monetary policy is reasonably high, the weight of forward-looking expectations rises and that of past inflation diminishes. With the success of inflation-control targets, forward-looking expectations seem to be increasingly anchored to the midpoint of the target range. As long as such expectations prevail, there will be less divergence of actual inflation from target inflation in the presence of excess supply or demand.

Data compiled by Consensus Economics (1991-1997) support this view. The data show that expected inflation two years out has hovered around 2 per cent for some time. Indeed, a temporary rise in core inflation in 1995, caused by higher commodity prices and the effect on prices of a past depreciation of the Canadian dollar, had little impact on medium-term inflation expectations (Technical Box 4, May 1996 Report).

Short-Term Inflation Expectations

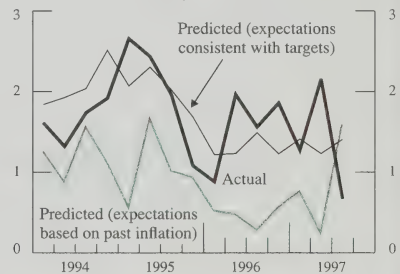
Plotted against the dates forecasts are made



Source: Consensus Economics Inc.

Actual and Predicted Core Inflation

Quarterly at annual rate



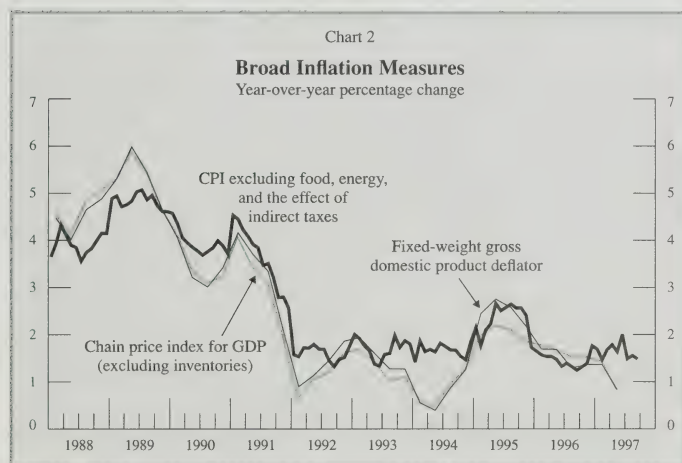
Fillion and Léonard (1997), using models where the key determinants of inflation are the output gap and expected inflation, provide empirical evidence that expectations were essentially backward-looking in the 1970s; were consistent with a long-term inflation rate of 4 per cent in the 1980s; and have been close to 2 per cent since 1993. Their model, in which estimated expectations over the past few years have been consistent with the inflation-control targets, does a good job of predicting the relatively stable core inflation of the recent period. This stability occurs despite considerable excess supply in the economy. In contrast, a similar model, but with expectations driven exclusively by past inflation, predicts significantly lower inflation rates than those observed, even in projections where expectations are revised each period in light of the most recently observed inflation rates.

The 12-month rate of increase in the total CPI was 1.6 per cent in September 1997, compared with 2.0 per cent in March. Energy prices, after some easing in the spring related to earlier reductions in producer prices, strengthened towards the end of the summer because of temporary gasoline shortages in North America.

Other broad measures of inflation have fallen significantly since the last *Report*, largely because of the impact of a decline in the terms of trade—the price of exports relative to the price of imports. In particular, the export prices of crude oil, natural gas, and wheat all fell considerably during the first half of 1997. The rate of increase in the fixed-weight gross domestic product (GDP) deflator was 0.8 per cent in the second quarter of 1997 on a year-over-year basis, as was the rate of increase in the chain price index for GDP excluding inventories—a measure of price changes using weights that adjust to keep up with shifts in the composition of spending (Chart 2).

Total CPI inflation is also in the lower half of the target range.

Other broad measures of inflation have fallen considerably.



Factors at work on inflation

Aggregate demand and supply

The pace of economic expansion picked up in the first half of 1997, largely as anticipated. Over this period, real GDP rose at an annual rate of 4.3 per cent, after a gain of 3.1 per cent over the second half of 1996. The expansion has been supported by strong growth in the U.S. economy and the accommodative monetary conditions that were necessary to offset the restraint on aggregate demand that had come from measures to reduce fiscal deficits

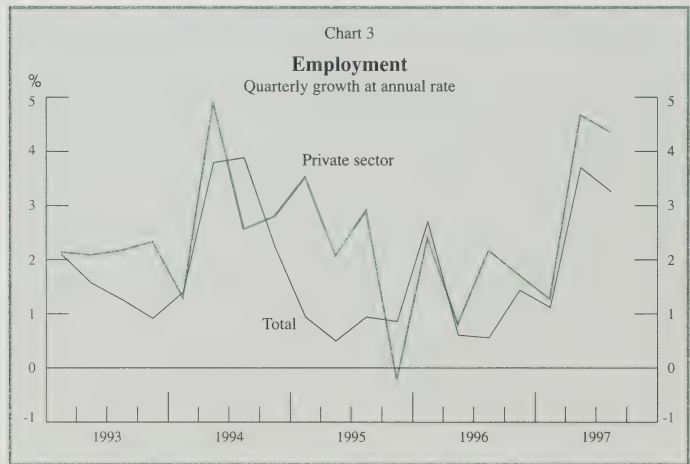
The strong pace of economic expansion was largely as anticipated

... and led to a substantial increase in employment.

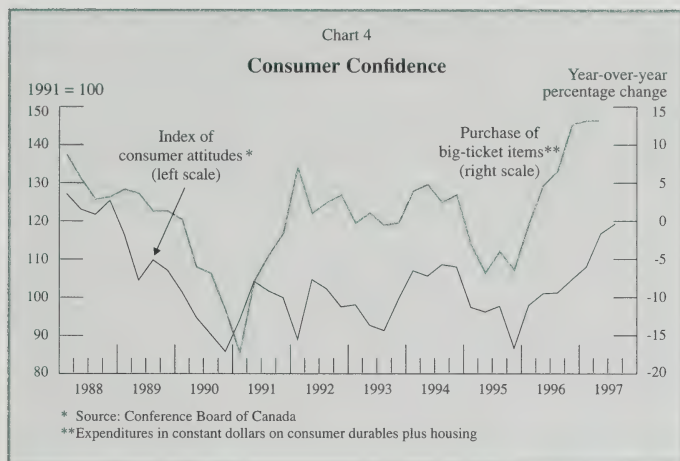
Household demand continued to rise strongly, supported by low interest rates.

(Technical Box 2, November 1996 Report) and from private sector restructuring. With momentum in the economy building, labour market activity also picked up, and employment rose substantially.

The strong recovery in household expenditures, which began last year, continued in the first half of 1997, even though there was little change in real personal disposable income because of higher tax payments. These higher taxes stemmed largely from special factors such as a high level of realized capital gains, the introduction of an accelerated program for collecting employment insurance premiums, and higher contribution rates for the Canada Pension Plan and Quebec Pension Plan. Consumer spending on big-ticket items such as housing, motor vehicles, and other consumer durables was particularly robust, fuelled by low interest rates and pent-up demand. The rise in spending left the personal savings rate at a postwar low, but the net worth of the household sector continued to increase significantly in the first half of the year owing to capital gains (Technical Box 1, May 1997 Report).



The pickup in employment growth in the last two quarters (Chart 3) contributed to the improving environment for the personal sector and, hence, to a further pronounced recovery in consumer confidence (Chart 4). Gains in private sector employment have been broadly based, both by province and by industry. An increase in the labour force participation rate (the percentage of those of working age who are in the labour force) since last March also points to improved labour market conditions.



Spending by businesses on capital goods remained strong in the first six months of 1997. These expenditures were again focussed on improving efficiency and expanding capacity. Furthermore, after having been concentrated in machinery and equipment earlier, the increase in expenditures has broadened to include spending on structures. In particular, the oil and gas sector boosted investment outlays considerably, mainly in response to the earlier surge in energy prices.

Inventory levels remained in good balance. Encouraged by higher sales levels, companies in both the manufacturing and wholesale trade sectors continued to increase their stocks in the first half of the year.

The growth of exports resumed in the first half of 1997 in response to a strong U.S. economy and the resolution of labour disputes in the automobile industry in October 1996. U.S. demand was led by business investment in machinery and equipment and by consumer demand. Canadian exports of automobiles in the second quarter of 1997 were adversely affected by temporary parts shortages, however.

The robust recovery in both domestic demand and exports contributed to a further substantial increase in import volumes in the first half of 1997. The increased demand was again concentrated in components such as machinery and equipment and consumer purchases of motor vehicles, most of which tend to be imported. Imports of industrial parts and materials continued to increase strongly. This largely reflects the growth in export volumes linked to the expansion of two-way trade following various trade liberalization agreements over the past 10 years.

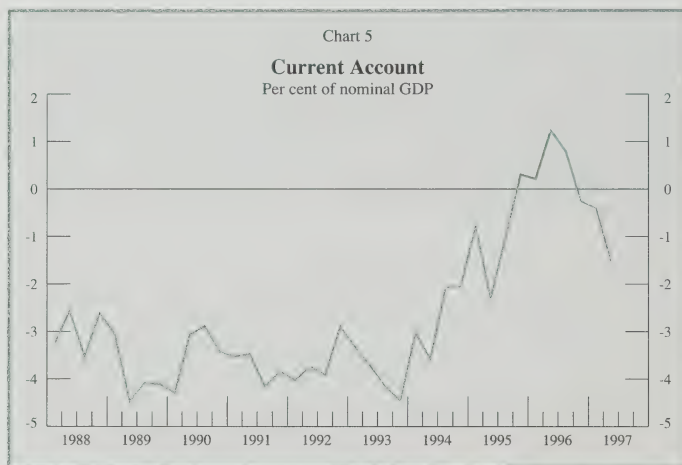
Increased capital spending by businesses broadened to include expenditures on structures.

External demand for Canadian goods was a major source of stimulus to the economy.

Imports also responded to the robust domestic demand ...

... and as a result the current account returned to a modest deficit position.

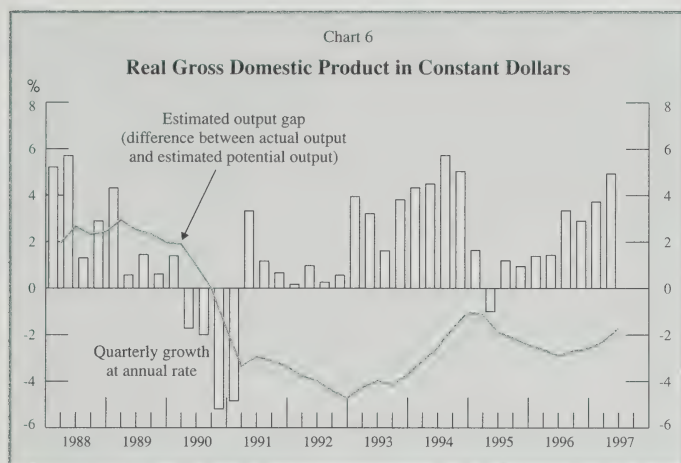
The current account of Canada's balance of payments has returned to a modest deficit position over the past year, largely in response to strong growth in domestic demand for import-intensive items and a deterioration in the terms of trade. Nevertheless, on balance, the current account position has improved considerably since 1994, mainly because of the increased competitiveness of Canadian firms and the relatively stronger growth of external demand (Chart 5).¹



The estimated gap between actual and potential output narrowed further.

Overall, demand continued to grow faster in the first half of 1997 than the Bank's estimate of the economy's capacity to produce. As a result, the Bank calculates that the output gap narrowed to about $1\frac{3}{4}$ per cent at midyear, down from about $2\frac{1}{2}$ per cent at the end of 1996 (Chart 6). Such estimates, it should be noted, are imprecise and should be viewed as points within a wide confidence band. Moreover, they are subject to frequent review as the flow of economic information is received.

1. Details on the evolution in the volume of net exports since 1994 can be found in Technical Box 1 in the November 1996 Report.

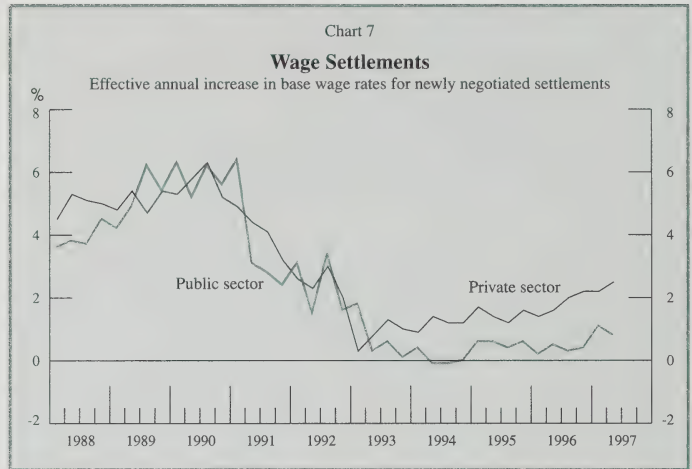


Cost control

In the first half of 1997, firms continued to make concerted efforts to keep unit cost increases low and to improve productivity.

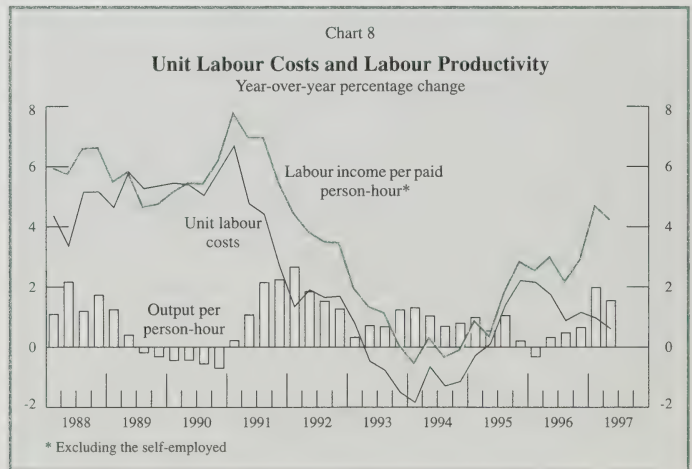
Wages, the largest component of total costs, again rose at a moderate pace, with gains largely consistent with productivity increases. Annual wage settlements in the unionized private sector averaged 2.4 per cent, compared with 2.1 per cent in the second half of 1996 (Chart 7). The average pay increase for most non-unionized employees was 2.6 per cent in 1997, according to the Conference Board of Canada's compensation outlook survey. Overall, based on these and other measures, underlying wage increases (i.e., excluding such factors as changes in the composition of employment) in the private sector appear to have been in a range between 2 and 2.5 per cent on a year-over-year basis. Average wage settlements in the public sector remained low (0.9 per cent). Thus, the average underlying wage increase in the total economy is estimated to have been somewhat below 2 per cent.

Wage gains in the first half of 1997 appeared to be largely consistent with productivity increases ...



... so that unit labour costs rose only modestly.

Productivity (output per person-hour) rose substantially in the first half of 1997, partly because of the cyclical pickup in output. As a result, the year-over-year rise in unit labour costs remained very low (Chart 8). Much of the increase in labour income per person-hour (excluding the self-employed) likely reflected the ongoing shift in the composition of employment towards higher-paid occupations and the timing of irregular bonus payments.

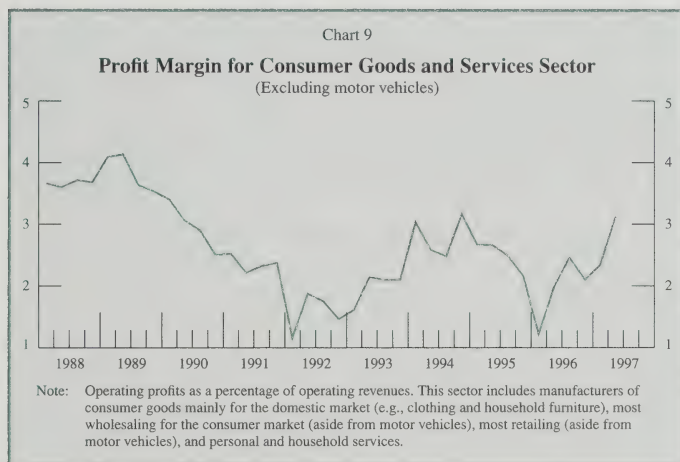


Temporary influences

Over the past six months, core inflation has been somewhat higher than anticipated, partly because of factors that are not expected to have a lasting effect on inflation. For instance, profit margins in some consumer-related sectors (such as retailing and air transportation) have improved because the recovery in household spending has permitted less-generous price discounting. The resulting rise in prices for such items as air fares and some semi-durable goods (e.g., clothing) has been large enough to have a noticeable impact on the core CPI. Now that profit margins in these sectors are closer to normal levels (Chart 9), there is less likelihood of further significant price-level increases and, hence, of an ongoing effect on inflation.

Restoration of profit margins in some sectors has affected price levels ...

... with only temporary effects on inflation.



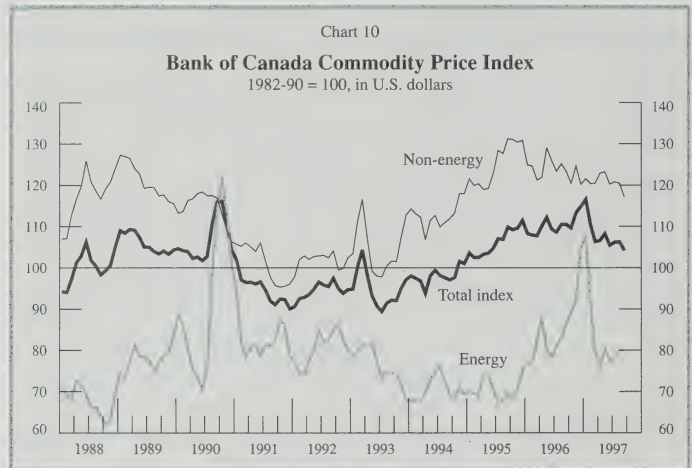
Some temporary influences on the core CPI have been working in the opposite direction. For example, automobile manufacturers offered higher rebates over the summer on selected models to clear out 1997 stocks. The modest appreciation of the Canadian dollar from levels in early 1995 has also exerted slight downward pressure on consumer prices so far this year.

This spring, earlier declines in energy prices at the producer level started to feed through and reverse previous price increases at the consumer level. In particular, the prices of fuel oil and gasoline began to decline, as anticipated in the last issue of the *Report*. Towards the end of the summer, however, gasoline prices strengthened because of temporary shortages in North America.

Energy prices have generally been moving down ...

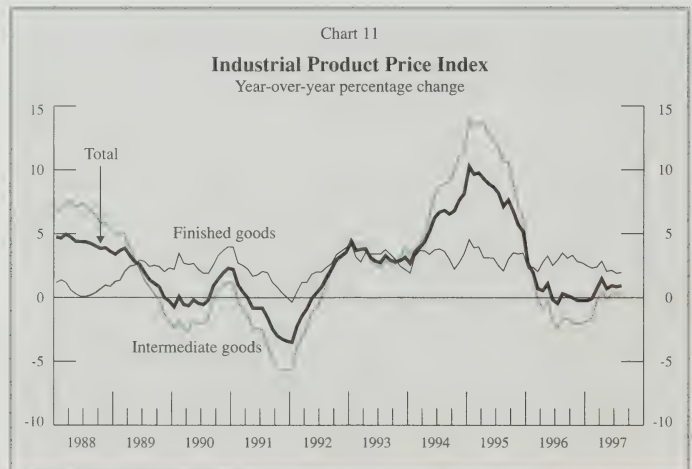
. while prices of non-energy commodities have remained firm.

Aside from developments in energy, world commodity markets have had relatively little net impact on consumer prices since last April. Prices of non-energy commodities (quoted in U.S. dollars) have, on average, remained reasonably firm (Chart 10).



Producer prices give no indication of inflation pressures.

At the producer level, the aggregate industrial product price index has increased modestly on a year-over-year basis in recent months (Chart 11). Nonetheless, the 12-month rise in prices of finished industrial goods has edged down.



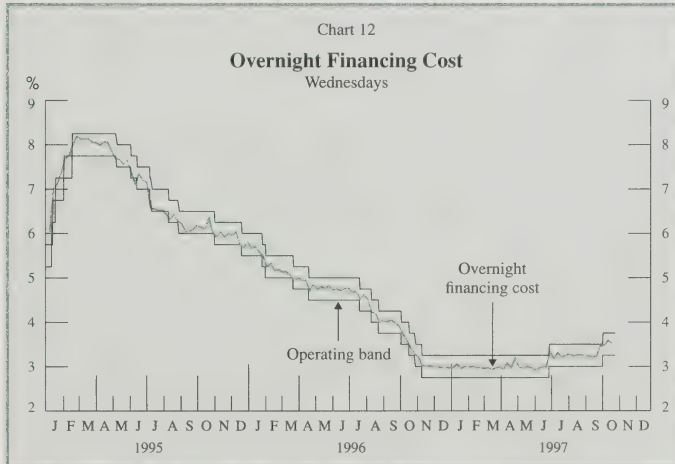
3. ACHIEVING THE INFLATION-CONTROL TARGETS

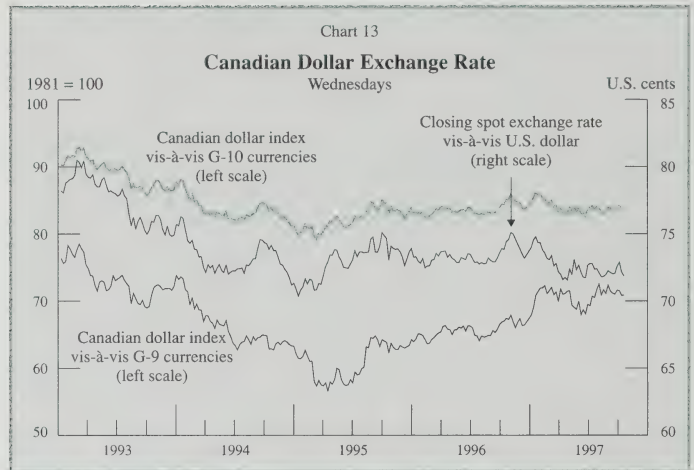
In the last *Report*, the Bank concluded that some reduction in the highly stimulative monetary conditions would be needed as the economy gained momentum and moved towards full resource utilization. By early summer, however, monetary conditions had eased even further as a result of persistent weakness in the exchange rate. In response to this development, on 26 June the Bank raised the Bank Rate by 25 basis points to $3\frac{1}{2}$ per cent and its band for overnight interest rates to between 3 and $3\frac{1}{2}$ per cent (Chart 12). This action led to a rise in commercial paper rates and a firming of the dollar, thus reversing the earlier easing in monetary conditions.

On 1 October, the Bank raised the Bank Rate by another 25 basis points to $3\frac{3}{4}$ per cent and its band for overnight interest rates to between $3\frac{1}{4}$ and $3\frac{3}{4}$ per cent. This action was taken to moderate the degree of monetary stimulus in the economy given the rapid growth in the measure of money used for transactions (M1) and evidence that the economic expansion was becoming more self-sustaining. While money market rates had already largely incorporated this move, the Canadian dollar firmed somewhat further (Chart 13).

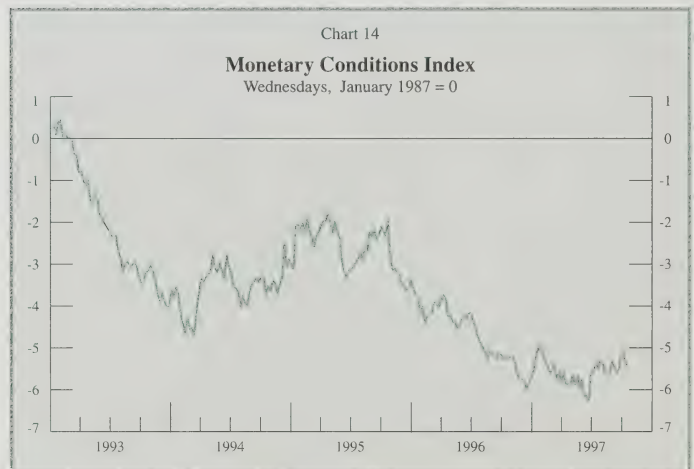
On 26 June, the Bank raised the Bank Rate in response to weakness in the exchange rate.

On 1 October, the Bank raised the Bank Rate to moderate the extent of monetary stimulus in the economy.



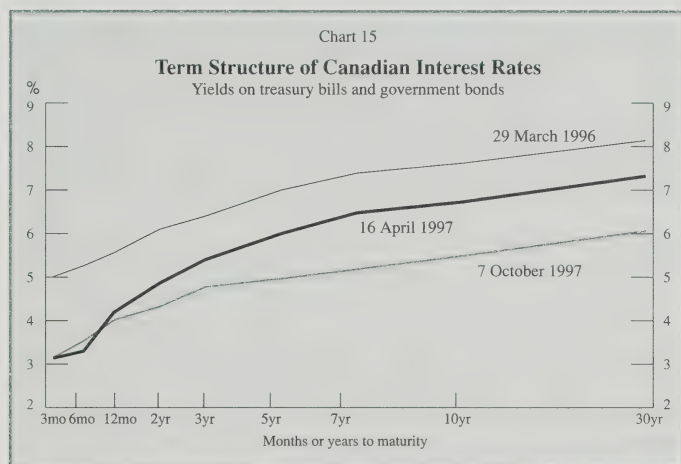


As a result of the interest rate and exchange rate movements following the 26 June increase in the Bank Rate, the monetary conditions index moved back up to around -5.5. This was close to the average for the first half of 1997, during which time the index fluctuated between approximately -6.0 and -5.0. After the move on 1 October, the index rose somewhat further to between -5.5 and -5.0 (Chart 14). At this level, monetary conditions continue to provide strong support for the economy. In late October, however, there was some reversal of the index as a result of currency weakness occurring at the time of the sharp swings in global equity markets.



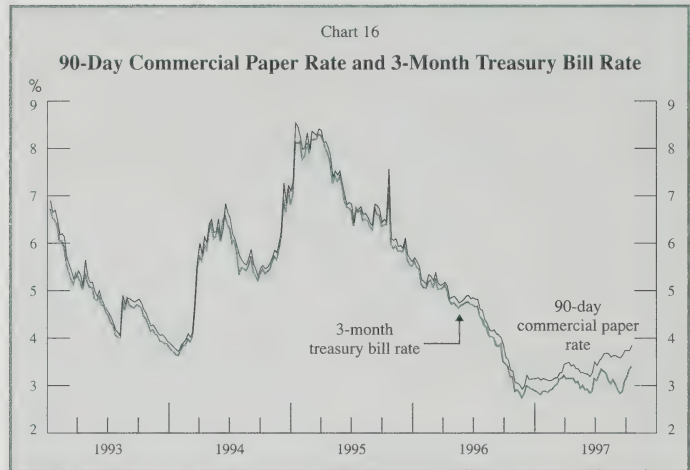
Canadian interest rate premiums continued to decline during the past six months because of the dramatic progress that has been made in eliminating government deficits and growing expectations that inflation will remain low. Medium- and long-term interest rates have fallen further below those in the United States. Moreover, in both countries, interest rate levels at these terms to maturity have declined, with long-term rates in Canada touching record lows. With these declines in market interest rates, comparable mortgage rates in Canada have fallen.

Interest rate premiums declined further ...



The yield curve in Canada nonetheless remains upward sloping (Chart 15). Embodied in the curve are expectations of a rise in short-term money market rates. But gauging the magnitude of these expectations is complicated by the existence of term-to-maturity premiums in interest rates that reflect the uncertainty investors feel about instruments with maturities beyond the shortest terms. In addition, the sharp reduction in the supply of treasury bills, owing to lower Government of Canada borrowing requirements and a shift to longer-term financing, has affected the relationship between yields on treasury bills and those on other money market instruments such as commercial paper (Chart 16).

... but the yield curve remains upward sloping.



Financial markets continue to expect the Canadian dollar to appreciate.

An important factor in the foreign exchange market during the past six months has been the strength of the U.S. dollar. This buoyancy has reflected the strong cyclical position of the U.S. economy compared with those of its major trading partners. The Canadian dollar has benefited from this strength relative to overseas currencies. However, on a trade-weighted basis against all G-10 currencies, the Canadian dollar has declined slightly, with firmness against overseas currencies offset by some weakness vis-à-vis the U.S. dollar. As for the future, market expectations for the Canadian dollar appear to be increasingly based on the view that some combination of a rise in short-term interest rates and in the value of the dollar will occur as the economic cycle matures. It is this expectation of currency appreciation that has enabled short-term interest rates in Canada to remain some 180 basis points below comparable U.S. rates.

4. THE OUTLOOK FOR INFLATION

When evaluating the prospects for inflation, the Bank focusses on the main factors influencing the balance, over the next 12 to 18 months, between the level of aggregate demand and the economy's capacity to supply goods and services. An important element for the outlook will be assessing the net effect on aggregate demand of the degree of monetary stimulus on the one hand and of the diminishing impact of restructuring and fiscal policy measures on the other. The Bank also examines measures of inflation expectations and the pace of monetary expansion.

Aggregate demand and supply

Notwithstanding recent developments in southeast Asia and associated volatility in global equity markets, external factors remain positive for the Canadian economy.

In the United States, the pace of economic expansion exceeded the estimated growth of potential output during the first half of 1997. This continued through the third quarter. The rate of increase in real GDP should ease over the next few quarters, as a reduction in pent-up household demand and the possible consequences of the recent stock market decline slow the growth of domestic demand. U.S. inflation, excluding food and energy prices, moderated slightly to 2.2 per cent in September. The good inflation performance to date suggests that the amount of excess demand in the U.S. economy at midyear was probably less than the Bank had previously estimated. Nevertheless, the recent pace of expansion still raises the possibility of an increase in inflation pressures. Although monetary conditions tightened in the first half of the year as a result of the appreciation of the U.S. dollar and the March increase in the federal funds target rate, the Federal Reserve may at some point have to raise interest rates somewhat further in order to head off inflation and thus prolong the economic expansion.

Economic expansion in the major European countries was slightly stronger than expected during the first half of 1997. In the second quarter, growth in the major continental economies was supported by strong growth in exports, while in the United Kingdom, activity continued to advance at a faster rate than potential output. Moderate to strong growth is expected in these economies during the second half of the year.

In Japan, the economy contracted sharply in the second quarter, more than reversing the spending surge that took place ahead

Notwithstanding recent global financial market volatility, external factors remain positive.

The Federal Reserve may have to raise interest rates somewhat further in order to head off inflation and thus prolong the economic expansion.

of the April sales tax increase. While easy monetary conditions should provide some support for modest growth of the Japanese economy for the remainder of the year, the recent volatility in southeast Asian financial markets has added a distinct downside risk to the outlook.

Commodity prices are expected to firm somewhat. In particular, prices of most industrial commodities should rise as the expansion in the major economies reduces the world's excess capacity.

Both external demand and the strong competitive position of Canadian industry should continue to contribute to growth in Canada's exports over the next year. The high level of investment spending in many export-oriented industries should allow exporters to satisfy rising demand as new capacity comes on stream.

Domestic demand will continue to be supported by the ongoing effects of low interest rates. Moreover, the restraint on domestic demand from fiscal deficit-reduction measures and the impact on consumer confidence coming from restructuring are diminishing.

Thus, several factors point to improved prospects for sustained, strong growth in household demand. The heightened pace of economic expansion has contributed to gains in private sector employment. As both external and domestic fundamentals promote substantial gains in aggregate demand, employment should continue to grow and should lead to increases in personal disposable income. Added to the effects of low interest rates and improved confidence levels, these gains in employment and income as well as pent-up demand for housing and consumer durables, should further boost household demand over the next year. The recent stock market decline is not expected to have any significant effect on activity.

Business investment expenditures are also expected to continue growing strongly during the second half of the year. This view is supported by the most recent survey of business confidence by the Conference Board as well as Statistics Canada's mid-year survey of investment intentions.

Overall, both external and domestic factors point to vigorous economic activity into 1998. The Bank anticipates average growth of about 4 per cent through to the fourth quarter of 1998. This should translate into annual average growth of a little less than 4 per cent for 1997 and of around 4 per cent for 1998. On a comparable basis, a recent Department of Finance survey shows that private sector forecasters are currently looking for growth of 3.7 per cent in both 1997 and 1998. With this profile, the Bank's current estimate is that the economy may very well be producing at full

External demand should continue to play an important role in the economic upswing ...

... as should strong gains in domestic demand, supported by the recovery in the labour market.

The Bank anticipates average growth of about 4 per cent through to the fourth quarter of 1998.

capacity towards the end of 1998, although there remains considerable uncertainty regarding such estimates. Until then, slack in goods and labour markets will continue to put downward pressure on inflation.

Temporary factors affecting inflation

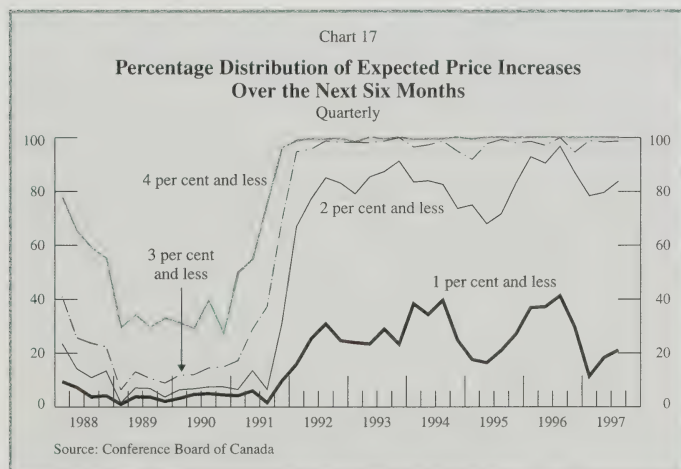
Strengthening household demand may further reduce the degree of price discounting in the Canadian retail marketplace as some retailers attempt to improve profitability. Earlier marked declines in the prices of many industrial materials are, however, still working their way through the system and should continue to put slight downward pressure on the CPI in coming months. On balance, these factors should have little net effect on the core CPI through 1998.

Identifiable transitory factors should have little effect on inflation.

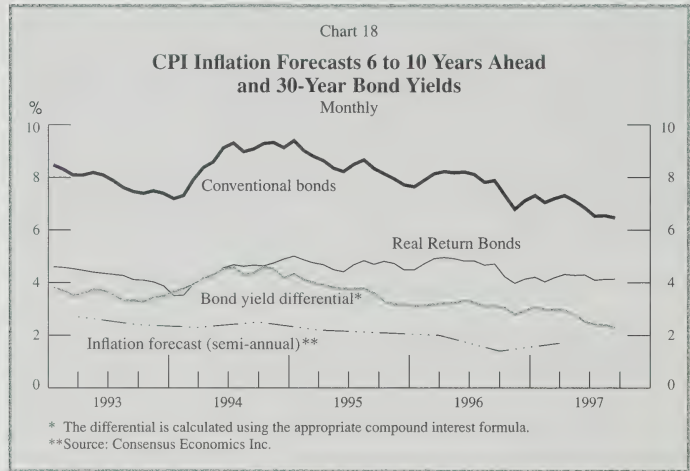
Measures of inflation expectations

Expectations of inflation, as noted earlier in Technical Box 2, are influenced both by recent developments in inflation and by the credibility of the Bank's inflation-control strategy. In the regular survey reported in the Conference Board's September *Index of Business Confidence*, 84 per cent of respondents (compared with 78 per cent in the March 1997 survey) expected inflation to be 2 per cent or less over the near term (Chart 17).

Inflation expectations remain consistent with the inflation-control target range.



In the Conference Board's September quarterly *Survey of Forecasters*, it was anticipated that CPI inflation would average about 1.8 per cent in 1997 and 1.9 per cent in 1998. The 1997 forecast was marginally lower than that of six months earlier, while the 1998 forecast was unchanged. Longer-term inflation forecasts, as reported by Consensus Economics Inc., are also in the lower part of the inflation-control target range (Chart 18).



With the decline in the nominal long-term interest rate, the differential between the yields on conventional and Real Return Bonds has narrowed further, extending a three-year downward trend. This would suggest that investors have continued to adapt to the low-inflation environment. The decline in this differential so far this year is similar to that in other industrial countries that issue index-linked bonds (Technical Box 3). While one cannot extract a precise estimate of expected inflation from this differential, it would appear that expectations are within the inflation-control target range.

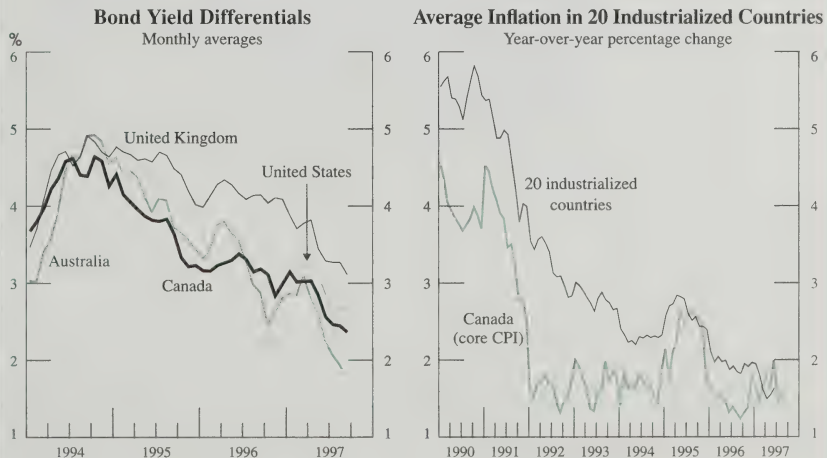
Technical Box 3

Inflation Expectations and Index-Linked Bonds

A small number of countries issue real return or index-linked bonds. Holders of these bonds receive interest payments and principal that are adjusted for the rate of domestic inflation. Thus, the yield differential between conventional bonds and index-linked bonds of similar remaining terms to maturity will be affected by expectations concerning inflation over the rest of the bond's life. In addition to inflation expectations, however, the differential embodies premiums for inflation uncertainty and for other factors such as differences in liquidity characteristics. As the premiums for these other factors are likely to change only slowly, the path of the bond yield differential over time provides a reasonably good picture of changes in expected inflation and the uncertainty surrounding it.*

The evolution of bond yield differentials (derived from bonds with remaining terms to maturity of approximately 10 or 25 years) in the four countries shown in the left-hand chart suggests that there has been a steady and broadly based decline in the premium for inflation expectations and inflation uncertainty over the past four years. Bond yield differentials for Canada, Australia, and the United Kingdom have fallen by between 1.5 and 3 percentage points since mid-1994. The corresponding measure in the United States has also fallen since the first index-linked bonds were issued early this year.

The downward trend of bond yield differentials coincides with a marked decline in global inflation during the 1990s. By the middle of 1997, average inflation for consumer prices in 20 industrialized countries was about 1.5 per cent. The fall in actual inflation has no doubt heavily influenced expectations of future inflation and the uncertainty surrounding it. But continued declines in bond yield differentials as some of these economies approached (or even exceeded) capacity suggest that central banks are making progress in establishing their anti-inflation credentials.



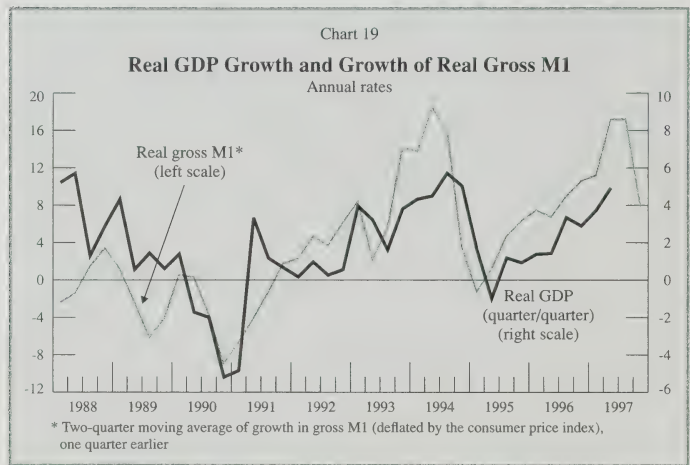
* For additional information regarding Real Return Bonds and the measurement of inflation expectations, see Côté et al. (1996).

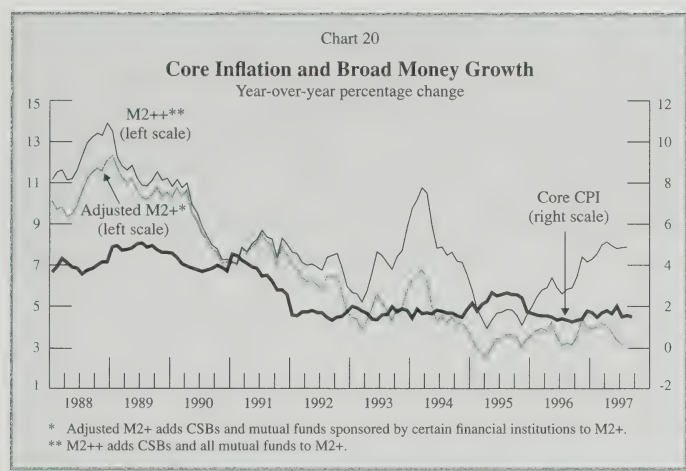
Monetary indicators

The Bank continues to monitor M1 growth closely.

M1 (the definition of money that includes the money used in transactions) grew at an unsustainably rapid pace over the first half of 1997, reflecting low interest rates and the lingering effects of the introduction of competitive interest rates on current accounts. More recently, M1 growth on a year-over-year basis has started to moderate towards a pace more consistent with inflation remaining within the target range.

The rapid growth of real M1 over the past year indicates that the robust expansion of real GDP should continue into next year (Chart 19). The yield curve also suggests that economic growth should be strong in 1998. A steep yield curve has usually been followed by strong GDP growth over the next four quarters. Taken together, these indicators are consistent with real GDP growing faster than estimated potential through 1998.





M2+ (the traditional broad definition of money, which includes money market mutual funds) has been growing very slowly on a year-over-year basis since the last Report. Normally, this would indicate the absence of inflationary pressure. In recent years, however, holders of deposits have been seeking higher yields by switching into mutual funds, most of which are outside the M2+ aggregate. The adjusted M2+ aggregate incorporates mutual funds sponsored by financial institutions that issue deposits or deposit-like instruments, in order to capture the shifts within those institutions from deposits to mutual funds. However, investors have also been shifting from deposits to mutual funds other than those sponsored by such institutions. M2++ is an alternative measure that incorporates all mutual funds. Over the past 12 months, M2+ has increased by 0.2 per cent, adjusted M2+ by 3.1 per cent, and M2++ by 7.9 per cent. Such disparate outcomes make it difficult, at present, to draw inferences about inflation from the growth of these traditional and adjusted broad monetary aggregates. Research is continuing into measures of broad money that might have a more reliable link with future inflation.

Because of strong portfolio shifts into mutual funds, the traditional broad monetary aggregates are not currently reliable indicators of future inflation.

Inflation projection

In summary, three factors lead us to expect core inflation to remain in the lower half of the inflation-control target range well into 1998. First, downward pressure on core inflation arising from slack in both product and labour markets will continue to play a role over this period. Second, strong growth in productivity in the

Core inflation is expected to remain in the lower half of the inflation-control target range.

context of robust economic expansion will contribute to keeping overall unit cost increases low. Third, inflation expectations, based on the various measures available, appear to be centred slightly below the midpoint of the target range.

Once the Canadian economy reaches full capacity, however, inflation pressures could mount unless the Bank is successful in ensuring that the upward trend of aggregate demand is consistent with the growth of the economy's potential to produce.

5. CONCLUSIONS

Inflation, measured by either the core CPI or the total CPI, is expected to stay in the lower half of the inflation-control target range between now and the next *Report*.

Over the period to the end of 1998, the economy is projected to expand at an annual rate of about 4 per cent. Since this pace exceeds the estimated growth of potential output for this period, the Bank's current expectation is that the output gap will tend to close towards the end of 1998.

Under these circumstances, the challenge for monetary policy will be to set monetary conditions at levels that encourage a pace of economic expansion that achieves full use of the economy's capacity and at the same time preserves low inflation. This is how monetary policy can contribute to continued, sustainable gains in output and employment. To this end, some moderation in the degree of monetary stimulus will be needed over the medium term.

While the strategic direction of policy is thus clear, taking measured steps in that direction raises three issues: the timing of policy actions; the amount of adjustment to monetary conditions required; and the extent to which stimulus will be reduced as a result of movements in short-term interest rates as opposed to a strengthening of the Canadian dollar.

Given recent economic trends, and apart from any complications that might arise from a more prolonged bout of the financial market volatility experienced in late October, it seems likely that further action to reduce monetary stimulus will be required between now and the next *Report*. In these circumstances, it also seems likely that somewhat higher short-term interest rates and a firmer exchange rate will both contribute to less-stimulative monetary conditions. However, with low inflation and improved fiscal positions, increases in interest rates and in overall monetary conditions should be much smaller than in past periods of high inflation.

During the next six months, the Bank will have to closely monitor the momentum of the economy and developments in financial markets in order to assess the pace and extent of adjustments to monetary conditions necessary to preserve low inflation and thus bring about a long-lasting economic expansion. It is by prolonging the expansion that we will achieve sustained reductions in unemployment in Canada.

*This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
Gordon Thiessen, Bernard Bonin, Charles Freedman, Paul Jenkins,
Tim Noël, and Sheryl Kennedy.*

BIBLIOGRAPHY

- Bank of Canada. 1991. "Targets for reducing inflation: Announcements and background material." *Bank of Canada Review* (March): 3-21.
- _____. 1991. "Targets for reducing inflation: Further operational and measurement considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3-23.
- _____. 1993-94. "Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on monetary policy objectives." *Bank of Canada Review* (Winter): 85-86.
- Canada. Department of Finance. 1997. *The Economic and Fiscal Update* (October).
- Conference Board of Canada. 1996. *Compensation Planning Outlook 1997*.
- _____. 1997. *Index of Consumer Attitudes* (Autumn).
- _____. 1997. *Index of Business Confidence* (Autumn).
- _____. 1997. *Survey of Forecasters* (September).
- Consensus Economics Inc. *Consensus Forecasts*. Various issues, 1991-1997.
- Côté, Agathe, Jocelyn Jacob, John Nelmes, and Miles Whittingham. 1996. "Inflation expectations and Real Return Bonds." *Bank of Canada Review* (Summer): 41-53.
- Crawford, Allan, Jean-François Fillion, and Thérèse Laflèche. "Is the CPI a suitable measure for defining price stability?" In *Price Stability, Inflation Targets, and Monetary Policy*, proceedings of a conference held at the Bank of Canada, May 1997 (forthcoming).
- Fillion, Jean-François and André Léonard. 1997. "La courbe de Phillips au Canada: un examen de quelques hypothèses." Working Paper 97-3. Ottawa: Bank of Canada.
- Laflèche, Thérèse. 1997a. "Mesures du taux d'inflation tendanciel." Working Paper 97-9. Ottawa: Bank of Canada.
- _____. 1997b. "Statistical measures of the trend rate of inflation." *Bank of Canada Review* (Autumn): 29-47.

BIBLIOGRAPHIE

- Banque du Canada (1991). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada*, mars, p. 3-21.
- _____ (1991). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada*, septembre, p. 3-23.
- _____ (1993-1994). « Déclaration du gouvernement et de la Banque du Canada au sujet des objectifs de la politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 85-86.
- Canada, ministère des Finances (1997). *Mise à jour économique et financière* (octobre).
- Conference Board du Canada (1996). *Compensation Planning Outlook 1997*.
- _____ (1997). *Indice des attitudes des consommateurs*, automne.
- _____ (1997). *Indice de confiance des entreprises*, automne.
- _____ (1997). *Survey of Forecasters*, septembre.
- Consensus Economics Inc. (1991-1997). *Consensus Forecasts*, divers numéros.
- Côté, Agathe, Jocelyn Jacob, John Nelmes et Miles Whittingham (1996). « Les attentes d'inflation et les obligations à rendement réel », *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 41-53.
- Crawford, Allan, Jean-François Fillion et Thérèse Laflèche (à paraître). « L'IPC est-il une mesure adéquate pour la définition de la stabilité des prix? », dans *Stabilité des prix, cibles en matière d'inflation et politique monétaire*, actes d'un colloque tenu par la Banque du Canada en mai 1997.
- Fillion, Jean-François et André Léonard (1997). « La courbe de Phillips au Canada : un examen de quelques hypothèses », document de travail n° 97-3, Ottawa, Banque du Canada.
- Laflèche, Thérèse (1997a). « Mesures du taux d'inflation tendanciel », document de travail n° 97-9, Ottawa, Banque du Canada.
- _____ (1997b). « Mesures statistiques du taux d'inflation tendanciel », *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 29-47.

5. CONCLUSIONS

Le taux d'inflation mesuré, soit par l'indice de référence soit par l'IPC global, devrait se maintenir dans la moitié inférieure de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation d'ici la publication du prochain rapport.

On prévoit que l'économie progressera à un rythme annuel avoisinant les 4 % d'ici la fin de 1998. Comme ce rythme est supérieur au taux de croissance que devrait connaître la production potentielle durant cette période, la Banque estime à l'heure actuelle que l'écart de production aura tendance à se fermer vers la fin de 1998.

Dans ce contexte, la politique monétaire aura pour défi d'établir des conditions monétaires favorisant un rythme d'expansion économique qui permette d'atteindre la pleine utilisation des capacités tout en étant compatible avec le maintien d'un bas taux d'inflation. C'est de cette façon que la politique monétaire peut contribuer à la réalisation de gains soutenus et durables sur les plans de la production et de l'emploi. Pour qu'elle y parvienne, il faudra que les conditions monétaires deviennent moins expansionnistes à moyen terme.

L'orientation stratégique de la politique monétaire étant ainsi clairement définie, ce qui reste à établir pour avancer à pas mesurés dans la direction voulue, ce sont le moment opportun pour intervenir, le degré d'ajustement des conditions monétaires requis et le rôle relatif que joueront les relèvements des taux d'intérêt à court terme et l'appréciation du dollar canadien dans le resserrement des conditions monétaires.

À la lumière des tendances récentes de l'économie, et en supposant qu'un prolongement de l'épisode de volatilité qu'ont connu les marchés financiers durant les derniers jours d'octobre ne donne pas lieu à des complications, il semble que nous aurons à intervenir de nouveau avant la publication du prochain rapport. Il est probable également, dans ces circonstances, que tant un relèvement des taux d'intérêt à court terme qu'un raffermissement du taux de change contribueront à rendre les conditions monétaires moins expansionnistes. Compte tenu du bas taux d'inflation et de l'assainissement des finances publiques, cependant, la majoration des taux d'intérêt et, par conséquent, le resserrement des conditions monétaires globales devraient être beaucoup moins prononcés que ce que nous avons connu par le passé, lors des épisodes de très forte inflation.

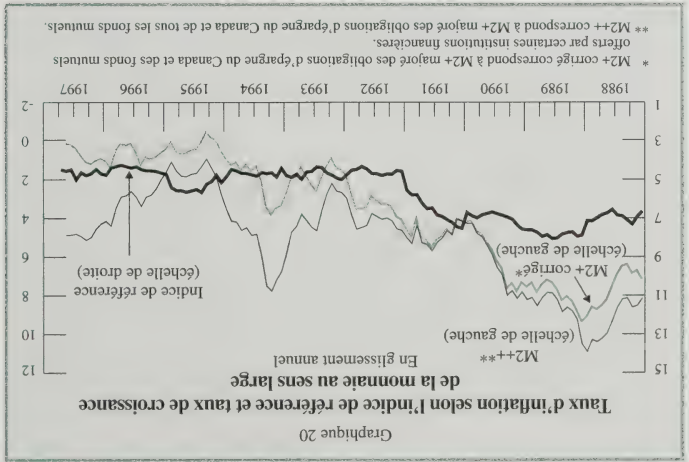
Au cours des six prochains mois, la Banque devra surveiller de près la force de l'économie et l'évolution des marchés financiers pour pouvoir évaluer le rythme et l'ampleur des ajustements des conditions monétaires qui seront nécessaires au maintien du bas taux d'inflation et, par conséquent, à la poursuite de l'expansion économique. Et c'est en prolongeant l'expansion que nous pourrions réduire de façon durable le chômage au Canada.

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de Gordon Thiessen, Bernard Bounie, Charles Freedman, Paul Jenkins, Tim Noel et Sheryl Kennedy.

En somme, trois facteurs nous amènent à penser que l'inflation mesurée par l'indice de référence demeurera dans la moitié inférieure de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation pendant une bonne partie de 1998. Premièrement, les capacités de production excéderont, au cours de la période, d'exercer des pressions à la baisse sur cette mesure de l'inflation. Deuxièmement, la croissance vigoureuse de la productivité contribuera, dans un contexte de forte expansion économique, à contenir le taux d'accroissement de l'ensemble des coûts unitaires. Troisièmement, selon les différentes mesures disponibles, le taux d'inflation attendu semble se maintenir à un niveau légèrement inférieur au point médian de la fourchette cible. Toutefois, lorsque l'économie canadienne tournera à plein régime, les pressions inflationnistes pourraient s'intensifier si la Banque ne réussit pas à faire en sorte que la tendance à la hausse de la demande globale soit compatible avec la croissance de la production potentielle dans l'économie.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait se maintenir dans la moitié inférieure de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation

Les prévisions relatives à l'inflation





En raison des déplacements massifs de capitaux vers les fonds mutuels, les mesures traditionnelles de la monnaie au sens large ne constituent pas de bons indicateurs de l'évolution future de l'inflation.

L'agrégat M2+ (la mesure traditionnelle de la monnaie au sens large, qui comprend les fonds mutuels du marché monétaire) a cru très lentement en glissement annuel depuis la parution du dernier rapport. En temps normal, cette évolution témoignerait d'une absence de pressions inflationnistes. Depuis quelques années cependant, les titulaires de dépôts cherchent à obtenir des rendements plus élevés en transférant une partie de leurs avoirs dans des fonds mutuels, qui sont pour la plupart exclus de M2+. L'agrégat M2+ corrigé, qui englobe les fonds mutuels offerts par les institutions financières acceptant des dépôts ou émettant des instruments assimilables aux dépôts, permet de capter les déplacements de fonds (entre les dépôts et les fonds mutuels) au sein de ces institutions. Toutefois, les autres que ceux qui sont offerts par ces institutions. Une autre mesure de la monnaie, l'agrégat M2++, comprend tous les fonds mutuels. Au cours des douze derniers mois, le taux de croissance de M2+ a été de 0,2 %, celui de M2+ corrigé de 3,1 % et celui de M2++ de 7,9 %. Compte tenu des écarts entre ces chiffres, il est difficile à l'heure actuelle de tirer des conclusions sur le taux d'inflation en se basant sur l'évolution de ces agrégats au sens large, traditionnel ou corrigés. Les recherches se poursuivent pour trouver des agrégats au sens large qui pourraient donner des renseignements plus fiables sur l'évolution future de l'inflation.

Avec le repli des taux d'intérêt nominaux à long terme, l'écart de rendement entre les obligations classiques et les obligations à tendance à la baisse amorcée il y a trois ans. Les investisseurs auraient donc continué de s'adapter au contexte actuel de faible inflation. Le rétrécissement que cet écart de rendement a connu depuis le début de l'année est comparable à celui observé dans d'autres pays industriels émetteurs d'obligations indexées (Note technique 3). Il n'est pas possible d'effectuer une estimation précise de l'évolution des attentes en prenant pour point de départ cet écart de rendement, mais il semblerait que le taux attendu se situe à l'intérieur de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation.

Les indicateurs monétaires

L'agrégat M1 (la mesure de la monnaie qui comprend les encaisses de transaction) a progressé au premier semestre de 1997 à une cadence trop rapide pour être maintenue et qui tient aux bas taux d'intérêt et aux effets que continue d'engendrer le relèvement, à un niveau concurrentiel, de la rémunération des comptes courants. Dernièrement, la croissance de M1 a commencé à ralentir en glissement annuel pour se rapprocher d'un rythme plus propice au maintien de l'inflation à l'intérieur de la fourchette cible. La vive croissance de M1 en termes réels au cours de la dernière année indique que l'expansion robuste du PIB réel devrait se poursuivre l'an prochain (Graphique 19). La courbe de rendement porte également à croire que la croissance économique sera vigoureuse en 1998. Une courbe ayant une déclivité marquée est généralement suivie d'une forte hausse du PIB au cours des quatre trimestres subséquents. Pris dans leur ensemble, ces indicateurs laissent présager que le PIB réel progressera plus rapidement que la production potentielle tout le long de 1998.

La Banque continue de surveiller de près la progression de M1.

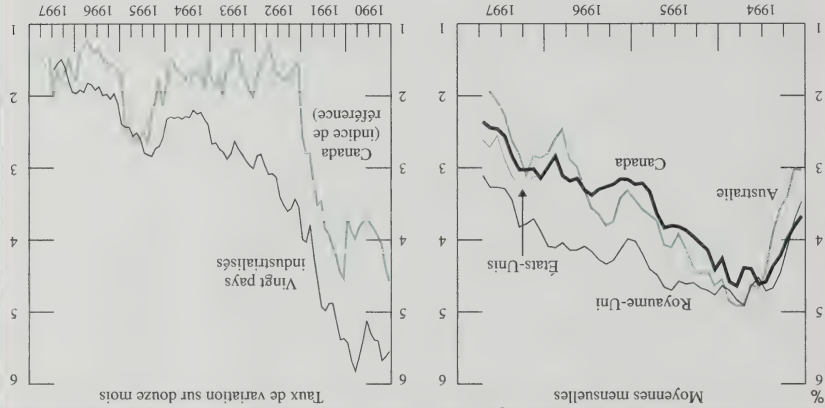
Note technique 3

Les attentes en matière d'inflation et les obligations indexées

Un petit nombre de pays émettent des obligations à rendement réel ou des obligations indexées. Les intérêts payés et le principal remboursé aux titulaires de ces obligations sont fonction du taux d'inflation intérieur. L'écart de rendement entre les obligations classiques et les obligations indexées de même échéance sera donc influencé par l'inflation attendue durant le terme à court des obligations. L'écart comprend également des primes qui reflètent l'incertitude entourant l'inflation et d'autres facteurs tels que des différences dans la liquidité des titres. Comme les primes incorporées pour tenir compte de ces autres facteurs sont susceptibles de ne se modifier que lentement, l'évolution de l'écart de rendement dans le temps donne une assez bonne idée des variations de l'inflation attendue et de l'incertitude qui l'entoure*.

L'évolution des écarts de rendement (calculés au moyen d'obligations dont le terme à court est d'environ 10 ou 25 ans) dans les quatre pays représentés au graphique de gauche indique une baisse régulière et généralisée depuis quatre ans de la prime liée à l'inflation attendue et à l'incertitude entourant l'inflation. Les écarts de rendement au Canada, en Australie et au Royaume-Uni ont reculé de 1,5 à 3 points de pourcentage depuis le milieu de 1994. Aux États-Unis, on observe aussi une diminution de l'écart de rendement depuis que les obligations indexées y ont fait leur apparition au début de 1997.

Écarts de rendement entre les obligations

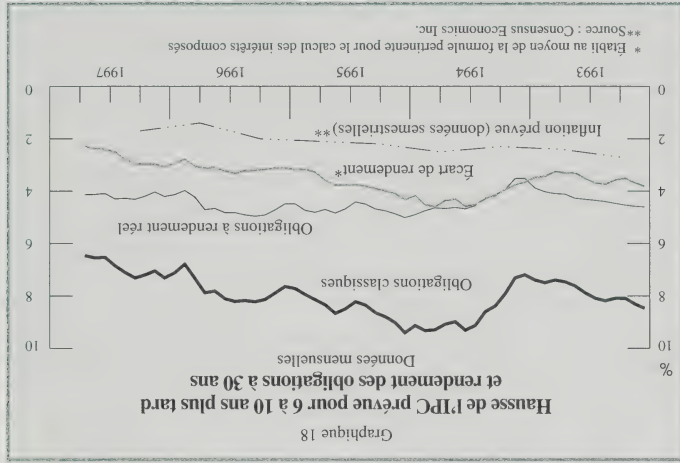


La tendance à la baisse des écarts de rendement coïncide avec une réduction marquée de l'inflation dans le monde durant les années 90. Au milieu de 1997, le taux d'augmentation moyen des prix à la consommation dans 20 pays industrialisés s'élevait à environ 1,5 %. Le recul de l'inflation observée a certes influencé fortement les attentes relatives à l'inflation future et l'incertitude qui l'entoure. Mais le fait que les écarts de rendement continuent de se rétrécir alors même que certains de ces économies approchent (voire dépassent) les limites de leur capacité donne à penser que les banques centrales sont en train de marquer des points dans l'établissement de leur crédibilité en matière de lutte contre l'inflation.

* Pour des prévisions concernant les obligations à rendement réel et la mesure de l'inflation attendue, voir Côté et coll. (1996).



Selon l'enquête trimestrielle que cet organisme a menée en septembre auprès des prévisionnistes, le taux d'inflation mesuré par l'IPC global devrait se situer en moyenne à environ 1,8 % en 1997 et aux alentours de 1,9 % en 1998. Le taux d'inflation attendu pour 1997 est légèrement moins élevé que celui se dégageant de l'enquête effectuée six mois plus tôt, tandis que le taux attendu pour 1998 n'a pas changé. Les prévisions à plus long terme relatives à l'inflation publiées par Consensus Economics Inc. se situent elles aussi dans la moitié inférieure de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation (Graphique 18).



un taux d'accroissement moyen d'un peu moins de 4 % pour 1997 et d'environ 4 % en 1998. Une récente enquête du ministère des Finances indique que les prévisionnistes du secteur privé tablent sur un taux de 3,7 % en 1997 et en 1998. À la lumière de ce profil d'évolution, la Banque estime à l'heure actuelle que notre économie pourrait très bien commencer à tourner à plein régime vers la fin de 1998; il faut toutefois préciser que cette estimation est encore entachée d'une grande incertitude. D'ici là, les capacités de production excédentaires et les ressources inutilisées sur le marché du travail continueront d'exercer des pressions à la baisse sur l'inflation.

Les facteurs temporaires qui influent sur l'inflation

La demande des ménages se raffermissant, il se pourrait que l'ampleur des rabais pratiqués par les détaillants canadiens s'amenuise encore, car certains d'entre eux chercheront à accroître leurs marges bénéficiaires. Cependant, le net recul enregistré antérieurement par les prix de nombreuses matières industrielles n'a pas encore pleinement fait sentir ses effets et devrait continuer d'exercer de légères pressions à la baisse sur l'IPC au cours des prochains mois. Tout bien considéré, l'influence nette de ces facteurs sur l'indice de référence devrait être assez faible tout au long de 1998.

Les mesures des attentes relatives à l'inflation

Les attentes en matière d'inflation, comme l'explique la Note technique 2, sont influencées à la fois par l'évolution récente des prix et par la crédibilité dont jouit la stratégie de maîtrise de l'inflation adoptée par la Banque. Les résultats de l'enquête régulière sur la confiance des entreprises canadiennes menée en septembre par le Conference Board révèlent que 84 % des répondants (comparativement à 78 % lors de l'enquête effectuée en mars 1997) s'attendaient à ce que l'inflation se situe à 2 % ou moins à court terme (Graphique 17).

Les attentes en matière d'inflation restent compatibles avec la fourchette cible de maîtrise de l'inflation.

Les facteurs temporaires repérables ne devraient guère avoir d'influence sur l'inflation.

Au Japon, l'activité économique s'est nettement contractée au deuxième trimestre, ce qui a plus qu'annulé la flambée des dépenses ayant précédé la majoration de la taxe de vente en avril. La souplesse des conditions monétaires devrait contribuer à une croissance modeste de l'économie nippone pendant le reste de l'année, mais la volatilité affichée ces derniers temps par les marchés financiers de l'Asie du Sud-Est a terni les perspectives de ce pays.

Les cours des produits de base devraient se raffermir quelque peu. On s'attend notamment à ce que la plupart des matières industrielles renchérisse, à mesure que l'expansion de l'activité dans les principaux pays permettra d'absorber les capacités excédentaires au sein de l'économie mondiale.

La demande extérieure et la solide position concurrentielle des industries canadiennes devraient continuer d'alimenter la poussée des exportations du Canada au cours de la prochaine année. La vigueur des dépenses d'investissement dans un grand nombre d'industries à vocation exportatrice devrait permettre aux exportateurs de satisfaire l'augmentation de la demande, à mesure que de nouvelles capacités de production seront mises en service.

Le bas niveau des taux d'intérêt continuera de soutenir la demande intérieure. Qui plus est, le coup de frein que les mesures d'assainissement budgétaire ont donné à la demande et l'effet que la restructuration a eu sur la confiance des Canadiens sont en train de s'atténuer.

Plusieurs facteurs incitent donc à croire que les perspectives d'une croissance dynamique et durable de la demande des ménages se sont améliorées. L'accélération de l'expansion économique a contribué à stimuler l'emploi dans le secteur privé. Comme les facteurs fondamentaux à l'œuvre à l'étranger et au pays favorisent un accroissement substantiel de la demande globale, l'emploi devrait poursuivre sa progression, ce qui devrait entraîner une hausse du revenu disponible des particuliers. Conjuguées à l'incidence des bas taux d'intérêt et de l'amélioration de la confiance des consommateurs, cette progression de l'emploi et des revenus ainsi que la demande refoulée de logements et de biens de consommation durables devraient insuffler un nouvel élan à la demande des ménages au cours de l'année qui vient. Le recul qu'a connu le marché boursier dernièrement ne devrait pas avoir d'effet marqué sur l'activité économique.

Les dépenses d'investissement des entreprises devraient également continuer de progresser vivement au deuxième semestre. Ce point de vue est conforté par le plus récent sondage mené par le Conference Board du Canada sur la confiance des entreprises, de même que par l'enquête que Statistique Canada a effectuée en milieu d'année sur les intentions d'investissement.

Tout compte fait, si l'on en juge par les facteurs externes et internes à l'œuvre, l'activité économique devrait connaître une expansion vigoureuse durant les derniers mois de 1997 ainsi qu'en 1998. La Banque prévoit donc une croissance moyenne avoisinant les 4 % jusqu'au quatrième trimestre de 1998, ce qui devrait donner

La demande extérieure
devrait continuer de jouer
un rôle important dans
la reprise de l'activité
économique...

... tout comme la
demande intérieure, qui
devrait connaître un
accroissement marqué
à la faveur de
l'amélioration de la
situation de l'emploi.

La Banque prévoit une
croissance moyenne
d'environ 4 % jusqu'au
quatrième trimestre
de 1998.

4. LES PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'INFLATION

Dans l'évaluation qu'elle fait des perspectives en matière d'inflation, la Banque s'intéresse surtout aux principaux facteurs qui aggront, au cours des 12 à 18 mois à venir, sur le niveau de la demande globale par rapport à la capacité de l'économie de produire des biens et des services. Dans le cas présent, elle doit estimer l'effet net qu'exercent sur la demande globale le degré d'impulsion fourni par les conditions monétaires d'une part, et les répercussions – qui sont en train de s'atténuer – de la restructuring et des compressions budgétaires d'autre part. La Banque examine également les indicateurs des attentes relatives à l'inflation et le rythme d'expansion de la masse monétaire.

La demande et l'offre globales

Malgré les récents événements survenus en Asie du Sud-Est et la volatilité qui en a résulté sur les places boursières du monde entier, les facteurs externes demeurent favorables pour l'économie canadienne. Aux États-Unis, le rythme d'expansion de l'activité économique a dépassé la croissance estimée de la production potentielle au premier semestre de 1997, et il en a été de même au troisième trimestre. Le taux d'augmentation du PIB réel devrait se ralentir au cours des prochains trimestres, à mesure que la réduction de la demande refoulee des ménages et les éventuels contrecoups de la récente baisse des cours boursiers viendront freiner la progression de la demande intérieure. L'inflation hors alimentation et énergie aux États-Unis a fléchi légèrement pour se situer à 2,2 % en septembre. La bonne tenue de l'économie américaine à ce chapitre donne à penser que la demande excédentaire était probablement moins forte en milieu d'année que la Banque ne l'avait estimé antérieurement. Mais le rythme d'expansion observe récemment fait toujours craindre une recrudescence des pressions inflationnistes. Bien que les conditions monétaires se soient durcies au premier semestre par suite de l'appréciation du dollar E.-U. et du relèvement, en mars, du taux cible des fonds fédéraux, la Réserve fédérale pourrait, à un certain moment, devoir augmenter encore un peu les taux d'intérêt afin de prévenir toute résurgence de l'inflation et, partant, de prolonger l'expansion économique.

La progression de l'activité dans les principaux pays européens a été légèrement plus vigoureuse que prévu au premier semestre de 1997. Au deuxième trimestre, la croissance dans les grandes économies d'Europe continentale a été stimulée par un essor des exportations, tandis que l'activité au Royaume-Uni continuait de s'accroître à un rythme qui dépasse celui de la production potentielle. Ces pays devraient connaître une croissance de modérée à forte au second semestre.

Malgré la volatilité
des marchés financiers de
par le monde, les facteurs
externes restent
favorables.

La Réserve fédérale
pourrait devoir
augmenter encore un
peu les taux d'intérêt
afin de prévenir toute
résurgence de l'inflation
et, partant, de prolonger
l'expansion économique.

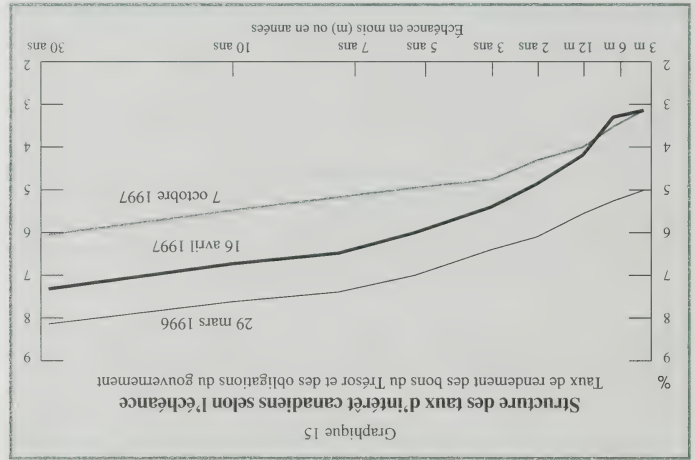
Les marchés financiers s'attendent toujours à une appréciation du dollar canadien.

Au cours des six derniers mois, la vigueur du dollar E.-U., qui reflète la force de la position conjoncturelle de l'économie américaine comparativement à celle de ses principaux partenaires commerciaux, a joué un rôle important dans l'évolution du marché des changes. Le dollar canadien a bénéficié de cette vigueur par rapport aux monnaies des pays d'outre-mer. Mais sa moyenne pondérée en fonction des échanges commerciaux vis-à-vis de l'ensemble des monnaies des pays du Groupe des Dix a légèrement fléchi, son dynamisme par rapport aux monnaies d'outre-mer ayant été contrebalancé par une certaine faiblesse relativement au dollar américain. Pour l'avenir, les attentes du marché concernant le dollar canadien paraissent de plus en plus fondées sur la conviction qu'une hausse combinée des taux d'intérêt à court terme et de la valeur du dollar se produira avant que l'économie ne fonctionne à plein régime. C'est justement cette attente d'une appréciation du dollar qui a permis aux taux d'intérêt canadiens à court terme de rester inférieurs de quelque 180 points de base à leurs pendantes américains.



Cependant, la pente de la courbe de rendement demeure ascendante au pays (Graphique 15). Cette courbe intègre les attentes d'une hausse des taux à court terme du marché monétaire. Il est toutefois difficile d'évaluer l'ampleur de ces attentes étant donné l'existence de primes à l'échéance incorporées aux taux d'intérêt due à l'incertitude que ressentent les investisseurs à l'égard des instruments assortis d'échéances dépassant le très court terme. De plus, la forte contraction de l'offre de bons du Trésor imputable à la diminution des besoins d'emprunt du gouvernement du Canada et aux préférences manifestées par ce dernier pour le financement à plus long terme a modifié la relation entre les rendements des bons du Trésor et ceux des autres instruments du marché monétaire, comme le papier commercial (Graphique 16).

... mais la courbe de rendement demeure ascendante.

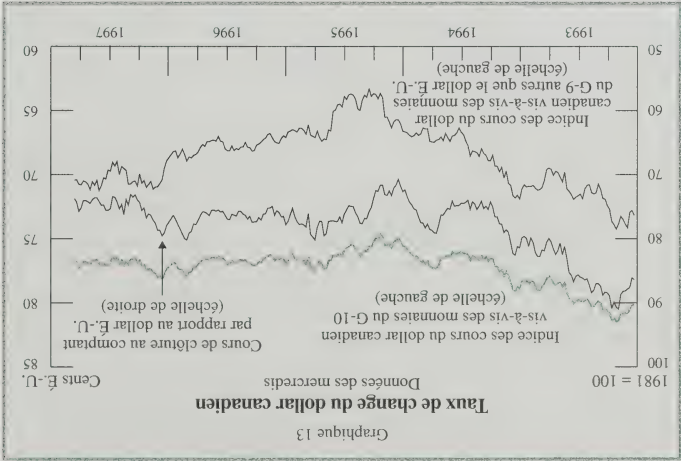


Par ailleurs, les primes incorporées aux taux d'intérêt ont poursuivi leur décline au cours des six derniers mois à la faveur des progrès spéculatives réalisés dans l'élimination des déficits publics et de la conviction croissante que l'inflation allait rester faible. Les taux d'intérêt à moyen et à long terme canadiens ont reculé encore davantage par rapport à leurs pendantes américains. De surcroît, les taux d'intérêt pour ces échéances ont fléchi dans les deux pays, les taux à long terme canadiens atteignant pour leur part des creux historiques. Parallèlement au repli des taux du marché, les taux des prêts hypothécaires pour des échéances comparables ont baissé au Canada.

Les primes incorporées aux taux d'intérêt ont poursuivi leur mouvement de baisse...



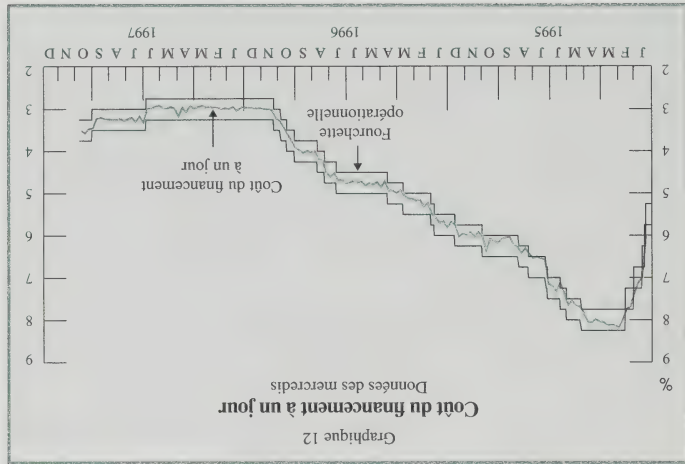
Sous l'effet des variations des taux d'intérêt et du taux de change qui ont suivi le relèvement du taux d'escompte le 26 juin, l'indice des conditions monétaires est remonté aux alentours de -5,5, soit près de la moyenne enregistrée au premier semestre de 1997, durant lequel il avait varié entre -6,0 et -5,0 environ. Après la hausse opérée le 1^{er} octobre, l'indice a légèrement grimpé encore pour se situer entre -5,5 et -5,0 (Graphique 14). À ce niveau, les conditions monétaires continuent de soutenir vigoureusement l'économie. À la fin octobre toutefois, cet indice est redescendu quelque peu, le dollar ayant eu un accès de faiblesse lorsque les marchés boursiers ont connu de fortes turbulences un peu partout dans le monde.



3. LA RÉALISATION DES CIBLES DE MAÎTRISE DE L'INFLATION

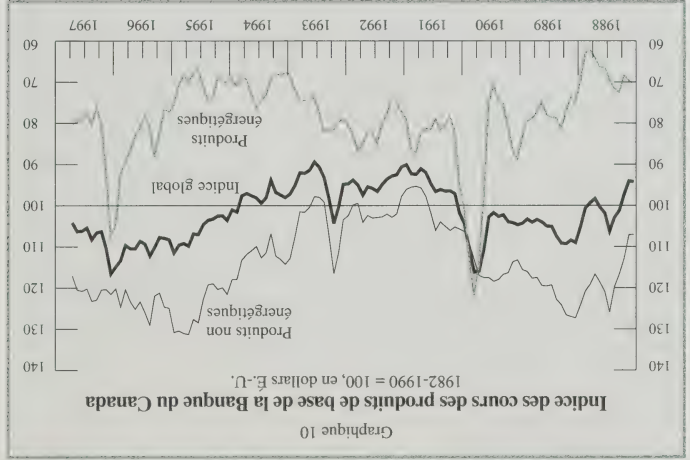
Dans la dernière livraison du *Rapport*, la Banque concluait à la nécessité de resserrer quelque peu les conditions monétaires très expansionnistes à mesure que la reprise gagnerait en vigueur et que l'économie tendrait vers une pleine utilisation des ressources. Au début de l'été toutefois, les conditions monétaires s'étaient assouplies davantage encore sous l'effet de la faiblesse persistante du taux de change. Pour contrer cette évolution, la Banque a relevé le 26 juin le taux officiel d'escompte ainsi que les limites de sa fourchette opérationnelle du taux du financement à un jour de 25 points de base pour porter à 3 1/2 % et à 3 et 3 1/2 % respectivement (Graphique 12). Cette intervention a entraîné une hausse des taux du papier commercial et un raffermissement du dollar, annulant ainsi l'assouplissement antérieur des conditions monétaires.

Le 1^{er} octobre, la Banque a une nouvelle fois relevé son taux d'escompte de 25 points de base pour l'établir à 3 3/4 % et elle a porté à 3 1/4 et 3 3/4 % les limites de la fourchette du taux du financement à un jour. Cette mesure avait pour objet d'atténuer l'impulsion fournie par les conditions monétaires face à la progression rapide de l'agrégat M1, qui comprend les encaisses de transaction, et devant les signes que l'expansion économique était bien engagée. Même si les taux du marché monétaire avaient déjà largement pris en compte cette mesure, le dollar canadien s'est à nouveau légèrement raffermi (Graphique 13).



... tandis que les prix des autres produits de base sont restés fermes.

Sauf pour ce qui est de l'énergie, l'évolution sur les marchés mondiaux des produits de base a eu relativement peu d'effet net sur les prix à la consommation depuis avril dernier. Les prix des produits non énergétiques (exprimés en dollars E.-U.) sont demeurés assez fermes en moyenne (Graphique 10).



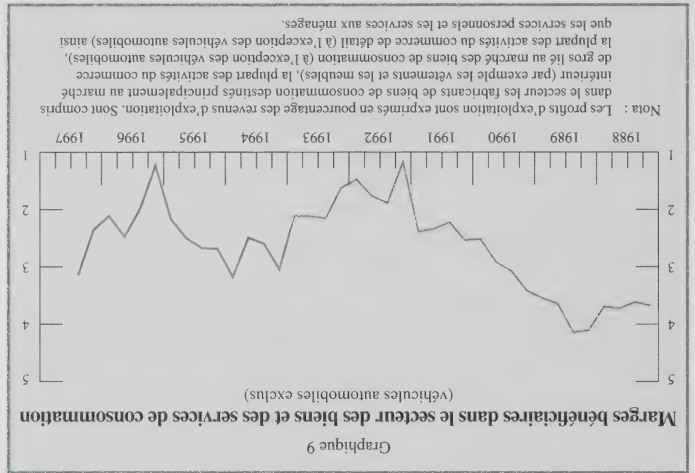
L'évolution des prix à la production ne laisse pas entrevoir de pressions inflationnistes.

Au niveau de la production, l'indice des prix des produits industriels a enregistré une hausse modérée d'une année sur l'autre au cours des derniers mois (Graphique 11), mais l'augmentation sur douze mois des prix des produits industriels finis s'est ralentie.



Les influences temporaires

Au cours des six derniers mois, le taux d'inflation mesuré par l'indice de référence a été légèrement plus élevé que prévu, en partie à cause de facteurs qui ne devraient pas avoir d'effets durables sur l'inflation. Par exemple, les marges bénéficiaires dans certains secteurs de la consommation (tels que le commerce de détail et le transport aérien) se sont améliorées parce que la reprise des dépenses des ménages a entraîné une réduction des rabais accordés. Le renchérissement consécutif d'articles tels que les billets d'avion et certains biens semi-durables (comme les vêtements) a été suffisant pour avoir une incidence sensible sur l'indice de référence. À présent que les marges bénéficiaires dans ces secteurs sont plus proches de la normale (Graphique 9), il est moins probable que le niveau des prix augmente encore de manière appréciable et, donc, que l'inflation continue à s'en ressentir.



Certains facteurs temporaires ont eu l'effet inverse sur l'indice de référence. Par exemple, les fabricants d'automobiles ont offert des rabais plus élevés durant l'été sur certains modèles afin de liquider leurs stocks de 1997. La modeste appréciation du dollar canadien par rapport au niveau du début de 1995 a également exercé jusqu'ici cette année une légère pression à la baisse sur les prix à la production. Au printemps dernier, le recul antérieur des prix à la production de l'énergie a commencé à se répercuter sur les prix à la consommation, renversant ainsi le mouvement de hausse que ceux-ci avaient connu. Les prix du mazout et de l'essence, notamment, ont amorcé un repli, comme il était prévu dans la dernière livraison du *Rapport*. Vers la fin de l'été cependant, les prix de l'essence se sont raffermiss par suite de pénuries temporaires en Amérique du Nord.

En général, les prix de l'énergie se sont inscrits en baisse...

Le rétablissement des marges bénéficiaires dans certains secteurs a influé sur le niveau des prix...

... mais ses effets sur l'inflation ne devraient être que temporaires.

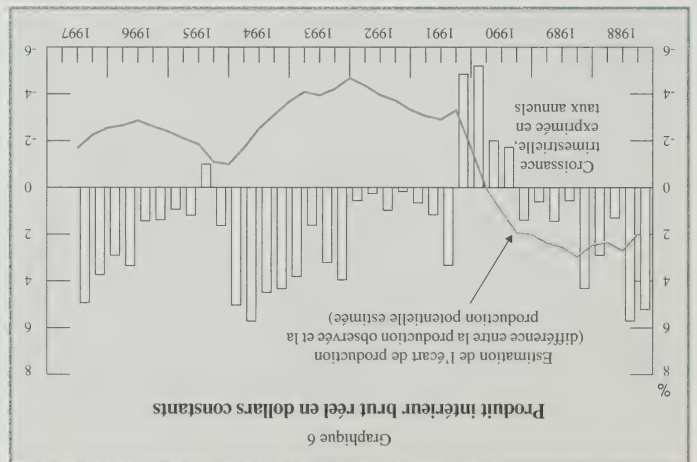


... de sorte que
les coûts unitaires
de main-d'œuvre
n'ont augmenté
que légèrement.



La productivité (production par heure-personne) s'est accrue sensiblement au cours du premier semestre de 1997, en raison notamment de la reprise cyclique de la production. Par conséquent, la hausse sur quatre trimestres des coûts unitaires de main-d'œuvre est demeurée très faible (Graphique 8). Une grande partie de l'augmentation des revenus du travail par heure-personne (le travail indépendant exclu) reflétait probablement le déplacement continu de la composition de l'emploi vers les professions mieux rémunérées et le paiement ponctuel de primes.

La maîtrise des coûts



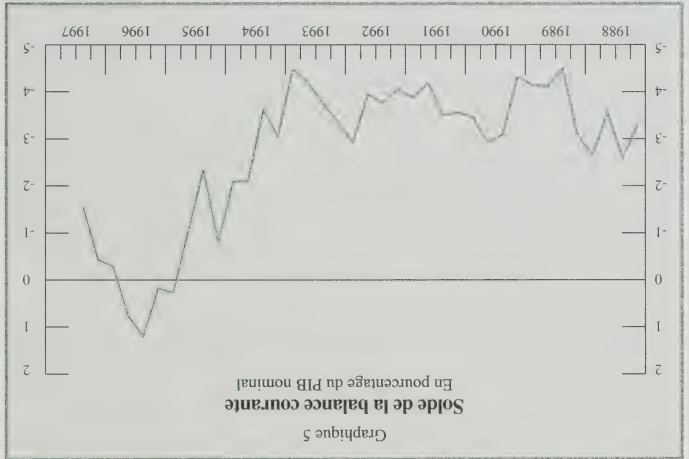
Au cours de la première moitié de 1997, les entreprises ont continué de faire des efforts concertés en vue de contenir les hausses des coûts unitaires et d'améliorer la productivité.

Les salaires, qui sont la principale composante des coûts, ont augmenté de nouveau à un rythme modéré, les gains allant généralement de pair avec l'accroissement de la productivité. Les hausses salariales annuelles consenties aux employés syndiqués du secteur privé se sont en moyenne établies à 2,4 %, contre 2,1 % au second semestre de 1996 (Graphique 7). Pour la plupart des employés non syndiqués, les hausses se sont chiffrées à 2,6 % en moyenne en 1997 selon l'enquête sur la rémunération du Conference Board du Canada. Au total, à en juger par ces chiffres et d'autres mesures, la hausse tendancielle des salaires dans le secteur privé (c'est-à-dire à l'exclusion de facteurs comme les modifications de la composition de l'emploi) aurait oscillé entre 2 et 2,5 % en glissement annuel. Comme les augmentations moyennes sont demeurées faibles dans le secteur public (0,9 %), on estime que la hausse tendancielle des salaires dans l'ensemble de l'économie a été légèrement inférieure à 2 %.

Les hausses salariales enregistrées au cours de la première moitié de 1997 ont semblé en général aller de pair avec l'accroissement de la productivité...

accords de libéralisation du commerce au cours des dix dernières

années.
Le solde du compte courant de la balance des paiements du Canada est redevenu légèrement déficitaire durant la dernière année, principalement en raison de la hausse marquée de la demande intérieure pour les catégories de biens à forte teneur en importations et en raison aussi d'une détérioration des termes de l'échange. Néanmoins, dans l'ensemble, le solde de la balance courante s'est considérablement amélioré depuis 1994, en grande partie grâce à la compétitivité accrue des entreprises canadiennes et à la croissance plus vive de la demande à l'étranger (Graphique 5).¹

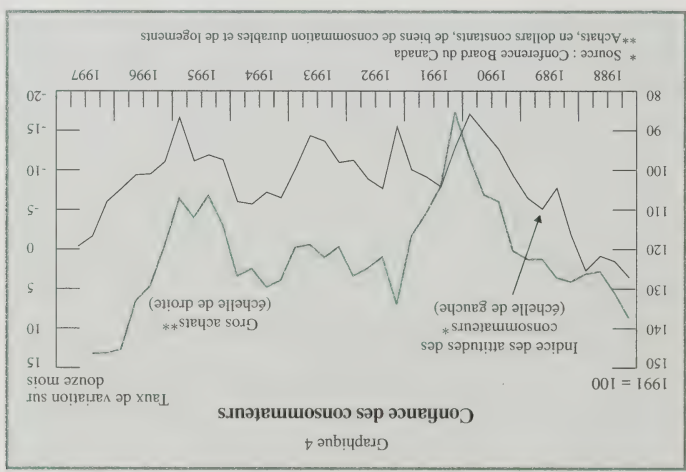


L'écart estimatif entre la production observée et la production potentielle s'est rétréci davantage.

... et, par conséquent, le solde de la balance courante est redevenu légèrement déficitaire.

Globalement, la demande a continué au premier semestre de 1997 de croître plus rapidement que la capacité de production de l'économie calculée par la Banque. Celle-ci estime par conséquent que l'écart de production s'est rétréci pour se situer aux alentours de 1 3/4 % en milieu d'année, en baisse par rapport au niveau de 2 1/2 % environ atteint à la fin de 1996 (Graphique 6). Il importe de souligner que de telles estimations sont imprécises et devraient être considérées comme des estimations ponctuelles à l'intérieur d'un large intervalle de confiance. De plus, elles doivent être révisées fréquemment en fonction des données économiques reçues.

1. La Note technique 1 du *Rapport* de novembre 1996 renferme des précisions sur l'évolution des exportations nettes en volume depuis 1994.



Les dépenses d'investissement des entreprises sont demeurées fortes durant les six premiers mois de 1997 et visaient, une fois de plus, à accroître l'efficacité et à développer les capacités de production. Par ailleurs, alors qu'apparaissait la hausse des dépenses d'investissement visant surtout les acquisitions de machines et de matériel, elle concerne aussi maintenant les installations. Le secteur du pétrole et du gaz naturel en particulier a accru considérablement ses dépenses d'investissement, principalement sous l'effet du renchérissement antérieur de l'énergie.

Les niveaux des stocks sont restés bien équilibrés. Encouragées par une progression de leurs ventes, les entreprises des secteurs de la fabrication et du commerce de gros ont continué d'augmenter leurs stocks au cours du premier semestre de l'année.

Les exportations se sont réinscrites en hausse durant les six premiers mois de 1997, à la faveur du dynamisme de l'économie américaine et de la résolution des conflits de travail dans l'industrie de l'automobile en octobre 1996. Les investissements des entreprises en machines et en matériel ainsi que les dépenses de consommation expliquent l'essor de la demande aux États-Unis. Des pénuries temporaires de pièces ont toutefois freiné les exportations canadiennes d'automobiles au second trimestre de 1997.

La forte reprise de la demande intérieure et des exportations a favorisé un nouvel accroissement sensible du volume des importations au premier semestre de 1997. L'augmentation de la demande s'est une fois de plus concentrée sur des composantes telles que les machines, le matériel et les véhicules automobiles, dont la plupart ont tendance à venir de l'étranger. Les importations de pièces et de matières industrielles ont continué de grimper, ce qui reflète en grande partie la progression du volume des exportations liée au développement des échanges qui a fait suite à la signature de divers

La hausse des investissements des entreprises est visible maintenant aussi dans les dépenses consacrées aux installations de production.

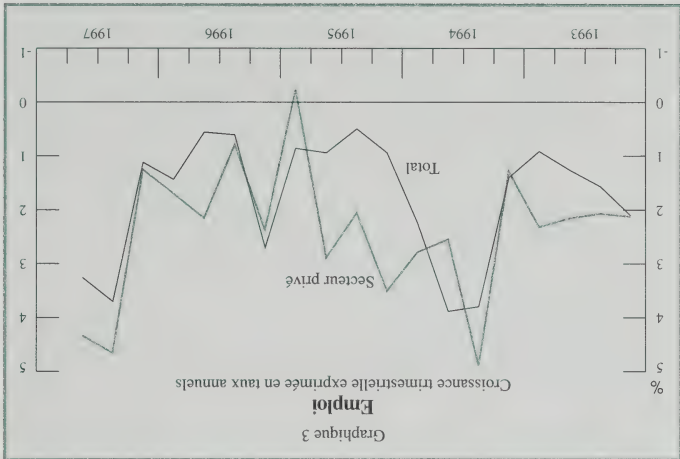
La demande de biens canadiens a l'étranger a beaucoup contribué à stimuler l'économie.

Les importations ont aussi réagi à la forte demande intérieure...

novembre 1996) et à la restructuration dans le secteur privé. L'expansion se raffermissant, le marché du travail s'est également redressé et l'emploi a enregistré des gains substantiels.

La forte relance des dépenses des ménages, qui s'est amorcée l'an dernier, s'est poursuivie au premier semestre de 1997, bien que le revenu réel disponible soit demeuré sensiblement le même en raison d'une hausse des paiements d'impôt. Celle-ci était due en grande partie à des facteurs particuliers tels que le niveau élevé des plus-values réalisées, l'instauration d'un programme de collecte accélérée des cotisations d'assurance emploi et un relèvement des cotisations au Régime de pensions du Canada et au Régime de rentes du Québec. Les dépenses des ménages au titre d'articles coûteux comme le logement, les véhicules automobiles et d'autres biens de consommation durables ont été particulièrement vigoureuses, aidées en cela par le faible niveau des taux d'intérêt et la demande refoulée. L'essor de la dépense a fait chuter le taux d'épargne des particuliers à son plus bas niveau depuis la fin de la Seconde Guerre, mais l'avoir net des ménages a continué de croître sensiblement au cours du premier semestre de l'année grâce aux plus-values (Note technique 1, Rapport de mai 1997).

La reprise de la croissance de l'emploi enregistrée ces deux derniers trimestres (Graphique 3) a contribué à améliorer la situation des particuliers et, ainsi, à accentuer fortement le regain de confiance des consommateurs (Graphique 4). Les progrès réalisés au chapitre de l'emploi dans le secteur privé ont été généralisés, tant parmi les secteurs d'activité que parmi les provinces. La hausse du taux d'activité (pourcentage des personnes en âge de travailler faisant partie de la population active) enregistrée depuis mars dernier témoigne aussi d'une embellie sur le marché du travail.

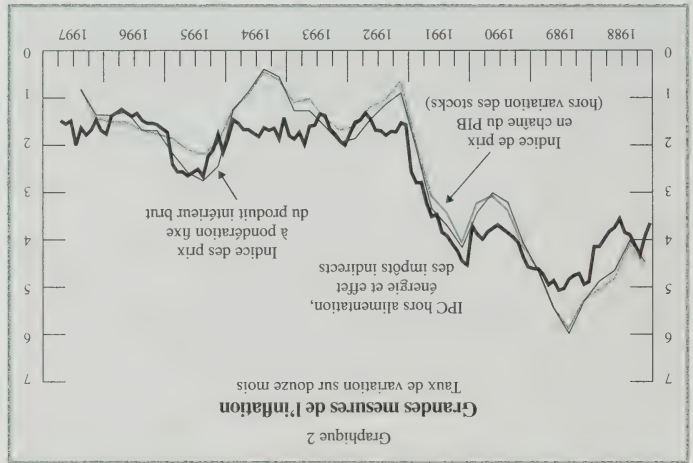


La vigueur de l'expansion économique a été sensiblement conforme aux attentes...

Au premier semestre de 1997, le rythme de l'expansion économique s'est accéléré en gros comme on s'y attendait. Pendant cette période, le PIB réel a crû de 4,3 % en taux annuel, après avoir augmenté de 3,1 % au semestre précédent. La progression a été alimentée par la croissance vigoureuse de l'économie américaine et les conditions monétaires expansionnistes requises pour contrebalancer le tassement de la demande globale attribuable aux mesures prises pour réduire le déficit budgétaire (Note technique 2, *Rapport de*

La demande et l'offre globales

Les facteurs à l'œuvre



composition de la dépense (Graphique 2).

La croissance sur douze mois de l'IPC global a été de 1,6 % en septembre 1997, contre 2,0 % en mars. Les prix de l'énergie se sont raffermis vers la fin de l'été en raison de pénuries temporaires d'essence en Amérique du Nord, après avoir reculé au printemps sous l'effet des réductions antérieures des prix à la production. D'autres grandes mesures de l'inflation ont sensiblement fléchi depuis la dernière livraison du *Rapport*, en grande partie à cause d'une détérioration des termes de l'échange (ratio des prix à l'exportation aux prix à l'importation). En particulier, les prix à l'exportation du pétrole brut, du gaz naturel et du blé ont tous accusé une forte baisse au premier semestre de 1997. En glissement annuel, la hausse de l'indice des prix à pondération fixe du produit intérieur brut (PIB) a été de 0,8 % au second trimestre de 1997, tout comme le taux d'accroissement de l'indice de prix en chaîne du PIB hors variation des stocks, qui représente une mesure des variations des prix dans laquelle les poids sont fonction des modifications de la

L'inflation mesurée par l'IPC global se situe également dans la moitié inférieure de la fourchette cible. D'autres grandes mesures de l'inflation ont sensiblement fléchi.

Le processus d'inflation et l'évolution des attentes

Note technique 2

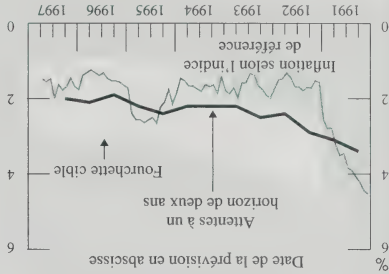
L'inflation mesurée par l'indice de référence est restée relativement stable depuis 1992 malgré la présence d'un excédent considérable de l'offre. Par le passé, les périodes où une importante demande ou offre excédentaire s'est prolongée ont en général donné lieu à une hausse ou à une baisse de l'inflation. Une modification du processus déterminant les attentes en matière d'inflation pourrait être à l'origine du comportement inusité observé récemment.

Les attentes d'inflation peuvent être représentées à l'aide d'une moyenne pondérée de l'inflation passée et des attentes « prospectives » (c.-à-d. concernant l'avenir). Dans un climat d'inflation faible et relativement stable, surtout si la crédibilité de la politique monétaire est assez forte, le poids des attentes prospectives s'accroît et celui de l'inflation passée diminue. Les cibles de maîtrise de l'inflation ayant été atteintes, le point médian de la fourchette visée semble de plus en plus servir de point d'ancrage aux attentes prospectives. Tant qu'il en sera ainsi, l'écart entre l'inflation effective et l'inflation visée sera moins prononcé en présence d'un excédent d'offre ou de demande.

Les données réunies par Consensus Economics de 1991 à 1997 appuient ce point de vue. Elles montrent que l'inflation anticipée à l'horizon de deux ans avoisine les 2 % depuis quelque temps. De fait, une hausse temporaire de l'inflation mesurée par l'indice de référence en 1995, due à une remontée des prix des produits de base et à l'incidence d'une dépréciation passée du dollar canadien sur les prix, n'a eu presque aucun effet sur le taux d'inflation attendu à moyen terme (Note technique 4, livraison de mai 1996 du *Rapport sur la politique monétaire*).

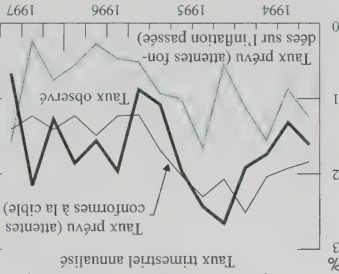
À l'aide de modèles empiriques où les déterminants clés de l'inflation sont l'écart de production et l'inflation attendue, Fillion et Léonard (1997) montrent que les attentes étaient fortement influencées par le passé dans les années 70, qu'elles étaient comparables avec une hausse des prix à long terme de 4 % dans les années 80 et que, depuis 1993, l'inflation anticipée avoisine les 2 %. Un modèle dans lequel les attentes estimées pour les dernières années sont conformes aux cibles de maîtrise de l'inflation prévoit assez bien le comportement relativement stable de l'inflation (mesurée par l'indice de référence) durant la période récente. L'inflation reste stable malgré l'excédent considérable de l'offre au sein de l'économie. Par contre, un modèle similaire mais dont les attentes sont uniquement fonction de l'inflation passée prévoit des taux d'inflation nettement inférieurs aux taux observés, même dans le cas des projections où les attentes sont révisées à chaque période à la lumière des chiffres les plus récents de l'inflation.

Taux d'inflation attendus à court terme



Source : Consensus Economics Inc.

Taux d'inflation observé et prévu



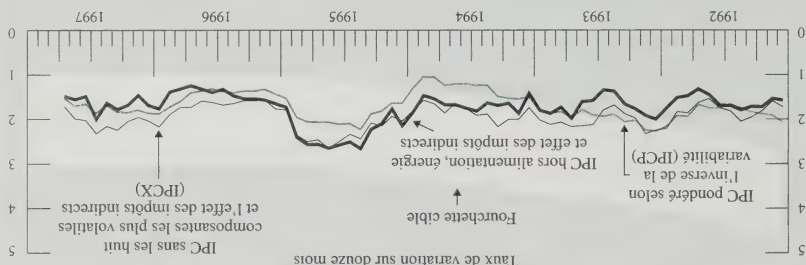
Note technique 1

La mesure de la tendance de l'inflation

La plupart des banques centrales ayant adopté des cibles en matière d'inflation se servent d'une mesure de l'inflation fondamentale analogue à l'indice de référence qu'utilise la Banque du Canada (IPC hors alimentation, énergie et effet des impôts indirects) pour les guider dans la conduite de la politique monétaire. Certaines d'entre elles, comme la Banque de réserve de Nouvelle-Zélande et la Banque d'Angleterre, publient aussi à intervalles réguliers d'autres mesures statistiques du taux de l'inflation tendancielle. Ces mesures présupposent que les fluctuations très marquées des prix relatifs n'ont en général que des répercussions temporaires sur l'inflation et n'en modifient pas la tendance sous-jacente. On peut estimer la tendance de l'inflation à l'aide de mesures statistiques, mais on ne peut la mesurer avec précision. Il est donc sage de comparer quelques mesures différentes. Quand les indications qu'elles donnent sont similaires, la banque centrale peut raisonnablement supposer que ses décisions s'appuient sur des balises fiables. Si, toutefois, il y a nette divergence entre les mesures, il faut en analyser de près les raisons afin d'aider la politique monétaire à maintenir l'inflation tendancielle à l'intérieur de la fourchette cible.

À la lumière de travaux récents¹, la Banque a commencé à suivre l'évolution de deux autres mesures statistiques de l'inflation tendancielle qui semblent renfermer le plus d'information sur les mouvements futurs de l'IPC global. La première (IPCX) exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC (fruits, légumes, essence, mazout, gaz naturel, intérêts hypothécaires, transport interurbain et produits du tabac) ainsi que l'effet des IPC (16 %) est inférieur au poids de l'ensemble des aliments et de l'énergie (26 %). La deuxième mesure (IPC_P) n'omet aucune des composantes de l'indice, mais la pondération de chacune d'elles dans le panier de l'IPC est multipliée par une pondération additionnelle qui est inversement proportionnelle à la variabilité de la composante, afin que les plus volatiles d'entre elles influencent moins l'évolution de l'indice global.

Indice de référence et autres mesures de l'inflation tendancielle



Depuis le début de 1997, l'évolution de ces deux mesures suit en gros celle de l'indice de référence. Bien que leurs niveaux diffèrent légèrement, ces trois mesures livrent essentiellement le même message, car elles se trouvent toutes bien à l'intérieur des limites de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation et se situent à l'heure actuelle au-dessous du point médian de 2 %.

¹Voir Laflèche (1997a et b) et Crawford, Fillion et Laflèche (à paraître).

2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

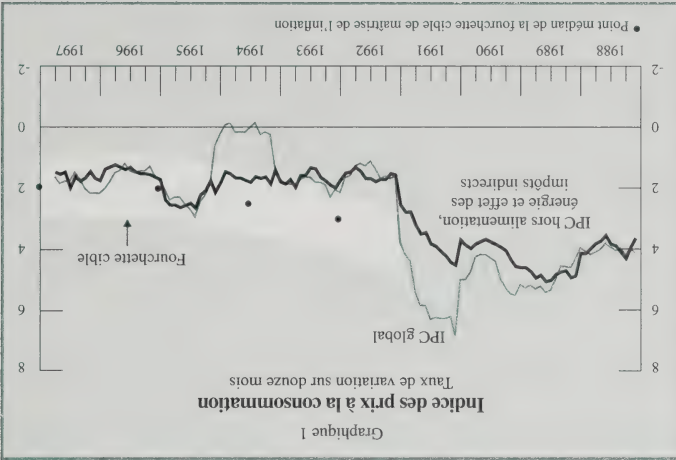
Au cours des six derniers mois, l'inflation mesurée par l'indice de référence n'a guère varié, se maintenant dans la moitié inférieure de la fourchette de maîtrise de l'inflation visée par la Banque. Les pressions excédentaires ont été contrebalancées en partie par les efforts déployés dans certains secteurs pour augmenter les marges bénéficiaires.

L'inflation et la fourchette cible

Comme le prévoyait le *Rapport* de mai dernier, le taux d'accroissement sur douze mois de l'indice de référence est resté dans la moitié inférieure de la fourchette cible. En septembre 1997, le taux d'inflation mesuré par cet indice se situait à 1,5 %, comparativement à 1,7 % en mars dernier (Graphique 1). D'autres mesures statistiques de la tendance de l'inflation témoignent de la même évolution (Note technique 1).

Il n'en reste pas moins que l'inflation mesurée par l'indice de référence a été légèrement plus élevée qu'on ne l'avait prévu il y a six mois. Les efforts visant à redresser les marges bénéficiaires dans le secteur du commerce de détail et d'autres secteurs axés sur la consommation ont compensé en partie les pressions à la baisse exercées sur l'inflation par les capacités excédentaires. De plus, ces pressions se sont peut-être quelque peu atténuées. Les attentes d'inflation ayant été ces dernières années influencées plus fortement par les cibles de maîtrise de l'inflation et moins par l'inflation observée par le passé (Note technique 2).

Depuis le dernier rapport, l'inflation mesurée par l'indice de référence est restée dans la moitié inférieure de la fourchette cible.



1. INTRODUCTION

Au cours des six derniers mois, l'expansion économique s'est implantée solidement au Canada, à la faveur d'un faible taux d'inflation, de conditions monétaires très expansionnistes et de la vigueur de l'économie américaine. Ces facteurs positifs ont largement contrebalancé l'effet de freinage que les compressions budgétaires et la restructuration entreprise dans les secteurs privé et public ont eu sur les dépenses et sur la confiance des consommateurs.

Dans le secteur privé, l'activité progresse à vive allure, sous l'impulsion de la dépense des ménages et des investissements des entreprises en machines et en matériel. En outre, la forte croissance du commerce mondial a alimenté l'essor des exportations canadiennes. Aussi les capacités inutilisées dans l'économie se sont-elles résorbées à un rythme plus rapide qu'au second semestre de l'année dernière.

Cette évolution est conforme dans l'ensemble au diagnostic porté dans la dernière livraison du *Rapport*, où l'on concluait que les conditions monétaires très expansionnistes qui ont caractérisé les deux dernières années seraient de moins en moins nécessaires à mesure que l'économie prendrait de la vigueur et se rapprocherait des limites de sa capacité. Par voie de conséquence, la Banque s'est employée au début de l'été à contrer un assouplissement des conditions monétaires imputable à la faiblesse persistante du taux de change. Au début de l'automne, elle est intervenue à nouveau, cette fois pour rendre les conditions monétaires moins expansionnistes.

Avec l'essor marqué de l'activité économique et l'amenuisement progressif des effets qu'ont eus sur l'activité économique la restructuration et les mesures budgétaires passées, la politique monétaire a pour défi de promouvoir l'établissement de conditions monétaires susceptibles de maintenir l'inflation à un bas niveau et, partant, de contribuer à faire en sorte que l'expansion soit durable.

L'expansion économique s'est implantée solidement au Canada...

... et les capacités inutilisées au sein de l'économie se sont résorbées plus rapidement.

Avec l'essor marqué de l'activité économique, la politique monétaire a pour défi de maintenir l'inflation à un bas niveau et, partant, de contribuer à faire en sorte que l'expansion soit durable.

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi mais le moyen par lequel la politique monétaire contribue à la robustesse de l'économie.
- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie et, partant, une amélioration de son potentiel au fil du temps.
- Les cibles de maîtrise de l'inflation font en sorte que la politique monétaire cherche à atténuer les variations cycliques du revenu et de l'emploi, et elles permettent à la Banque de mieux évaluer le potentiel de l'économie.

La politique monétaire comme outil

- La Banque du Canada tire parti de l'influence qu'elle exerce sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la fourchette cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; le gros de l'incidence qu'a une modification des conditions monétaires sur l'inflation s'échelonne généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, la Banque du Canada et le gouvernement fédéral annonçaient conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener l'inflation au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. En décembre 1993, il a été décidé de maintenir cette fourchette jusqu'à la fin de 1998.
- D'ici la fin de 1998, une nouvelle fourchette cible de maîtrise de l'inflation compatible avec la stabilité des prix sera définie.

Le suivi de l'inflation

- À court terme, la Banque se concentre sur l'IIPC hors alimentation, énergie et effet des impôts indirects, car une bonne part des variations de l'IIPC global sont attribuables aux fluctuations passagères des prix des aliments et de l'énergie et aux modifications des impôts indirects. La Banque appelle cette mesure *l'indice de référence*.
- En longue période, les mesures de l'inflation fondées sur l'IIPC global et sur l'indice de référence tendent à afficher des profils d'évolution similaires. Toutefois, si les deux indices devaient conserver des profils d'évolution divergents, la Banque ajusterait la trajectoire souhaitée pour le taux d'augmentation de l'indice de référence de façon à maintenir celui de l'IIPC global à l'intérieur de la fourchette cible.

TABLE DES MATIÈRES

1. Introduction	5
2. L'évolution récente de l'inflation	6
L'inflation et la fourchette cible.....	6
Les facteurs à l'œuvre	9
3. La réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation.....	17
4. Les perspectives en matière d'inflation	21
La demande et l'offre globales	21
Les facteurs temporaires qui influent sur l'inflation	23
Les mesures des attentes relatives à l'inflation	23
Les indicateurs monétaires	26
Les prévisions relatives à l'inflation.....	28
5. Conclusions	29
Bibliographie	30

*Allocution prononcée devant la Chambre de
commerce de Vancouver (Colombie-Britannique)
le 7 octobre 1997*

— Gordon Thiessen

« L'inflation étant maîtrisée et les finances publiques allant s'améliorant, nous avons maintenant l'occasion de voir ce que notre économie est en mesure d'engendrer, à la fois au chapitre de la croissance durable de la production et de l'emploi et de l'amélioration des niveaux de vie. »

* * * * *

« L'expansion devant se poursuivre à un rythme vigoureux au cours des mois à venir, la politique monétaire doit maintenant relever des défis d'un autre ordre. [...] le défi qui se pose dans l'immédiat à la politique monétaire [est de] promouvoir des conditions monétaires susceptibles de préserver au cours de l'actuelle période d'expansion les bons résultats enregistrés par le Canada sur le front de l'inflation et, partant, [de] faire en sorte que l'expansion se poursuive. »

RAPPORT SUR LA POLITIQUE
MONÉTAIRE

— novembre 1997 —

Le dollar en argent reproduit en page couverture a été émis pour marquer le 100e anniversaire de la Coupe Stanley. Le gouverneur général Lord Stanley fit don de la coupe en 1893, et celle-ci s'inscrivit rapidement dans la tradition du hockey. Le dessin, de l'artiste canadien Stewart Sherwood, montre la Coupe Stanley d'hier et celle d'aujourd'hui.

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

893-19-90-629
CN ISSN 1201-8783

Imprimé au Canada sur papier recyclé

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— novembre 1997 —

BANQUE DU CANADA



MONETARY POLICY REPORT

— November 1997 —

Summary

The last half-year has been very positive for the Canadian economy. The expansion has become well established, supported by low inflation, highly stimulative monetary conditions, and a strong U.S. economy. These positive factors have more than offset the dampening effects that restructuring and fiscal restraint have had on consumer confidence and spending.

Employment rose substantially, giving a solid boost to consumer confidence. Together with low interest rates, this has led to strong gains in household demand. Thus, as anticipated in the last *Report*, economic slack has been taken up more rapidly than it was in the second half of last year.

With the economy now gathering momentum and the influences of restructuring and past fiscal policy measures diminishing, the challenge for monetary policy is to promote a level of monetary conditions that preserves Canada's low-inflation environment, thereby helping to sustain our economic expansion.

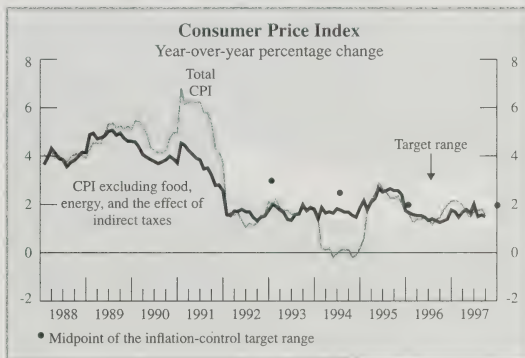
Factors affecting inflation

The strong pace of economic growth in the first half of 1997 was largely as expected.

Consumers responded to low interest rates and an improving

economic climate with an upsurge in purchases of big-ticket items such as housing, motor vehicles, and appliances.

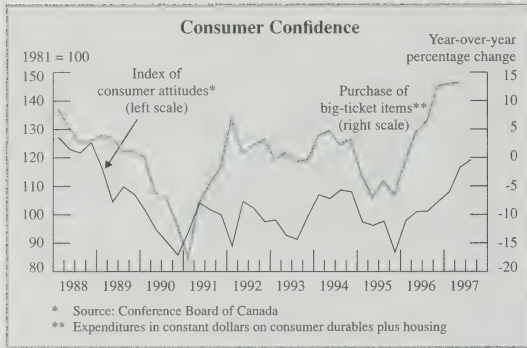
Businesses continued to spend heavily on capital goods to improve efficiency and expand capacity. The solid increase in business spending on structures was notable.



"... the immediate challenge for monetary policy [is] to promote monetary conditions that will preserve Canada's good inflation performance through the current economic upswing, thereby helping to make this economic expansion a long-lasting one."

— Gordon Thiessen

*Speech to the Board of Trade, Vancouver, B.C.
7 October 1997*



Growth in exports resumed in the first half of the year, in response to a strong U.S. economy, although parts shortages restricted exports of automotive products. Given the strength of domestic demand, import volumes grew even more robustly. As a result, the current account of our international balance of payments moved to a modest deficit position.

Overall, in the last six months, demand continued to advance faster than the economy's capacity to produce, resulting in further narrowing of the gap between actual and potential output. The Bank's estimate of the output gap at midyear was about 1 3/4 per cent, but such estimates should be viewed as having a wide confidence band and are subject to frequent review as the flow of economic information is received.

Over the period, firms continued to maintain tight control of costs. Wage gains were moderate, and productivity rose substantially. Thus, increases in unit labour costs remained low.

Achieving the inflation-control targets

In last May's *Report*, the Bank concluded that some reduction of the

recent highly stimulative monetary conditions would be needed as the economy gained momentum and moved towards full capacity. Consequently, in late June, when persistent weakness in the exchange rate caused further easing in monetary conditions, the Bank raised the Bank Rate by 25 basis points to counter the easing. On 1 October, the Bank raised the Bank Rate another 25 basis points to 3 3/4 per cent to moderate the degree of monetary stimulus, given rapid growth in the measure of money used for transactions and evidence that the economic expansion was becoming more self-sustaining.

As a result of the interest rate and exchange rate movements following these increases, the monetary conditions index rose from just below -6.0 in June to between -5.5 and -5.0—a level that still provides strong support for the economy. In late October, at the time of the sharp swings in global equity markets, there was some reversal of the index as a result of currency weakness.

Premiums in Canadian interest rates have continued to decline because of the dramatic progress made in eliminating government deficits and growing expectations that inflation will remain low. Medium- and long-term interest rates have fallen further below those in the United States, with long-term rates in Canada touching record lows.

Over the last six months, the strong U.S. dollar has been an important factor in exchange markets. The Canadian dollar has benefited from this strength relative to overseas currencies. On a trade-weighted basis against all G-10 currencies, however, the Canadian dollar has declined slightly, as firmness against overseas currencies has been offset by some

weakness vis-à-vis the U.S. dollar. With markets continuing to expect an appreciation of the Canadian dollar, short-term interest rates have remained some 180 basis points below comparable U.S. rates.

The outlook for inflation

Notwithstanding recent developments in southeast Asia and associated volatility in global equity markets, external factors remain positive for the Canadian economy.

Most importantly, the pace of economic expansion in the United States is expected to remain strong. Although U.S. inflation has moderated slightly, the high levels of economic activity continue to raise the possibility of an increase in inflation pressures. Thus, one cannot rule out the need for the Federal Reserve to take action at some point to head off inflation in order to prolong the economic expansion.

Economic growth in the major European countries was slightly stronger than expected during the first half of 1997 and should continue at a moderate to strong pace through the second half of the year. In Japan, where the economy contracted sharply in the second quarter, easy monetary conditions should provide some support for modest growth for the remainder of the year; however, spillover effects from southeast Asia represent a distinct downside risk for the Japanese outlook.

In Canada, domestic demand will continue to be supported by low interest rates. Moreover, restraint on domestic demand from fiscal consolidation is diminishing, as is the impact on consumer confidence coming from restructuring.

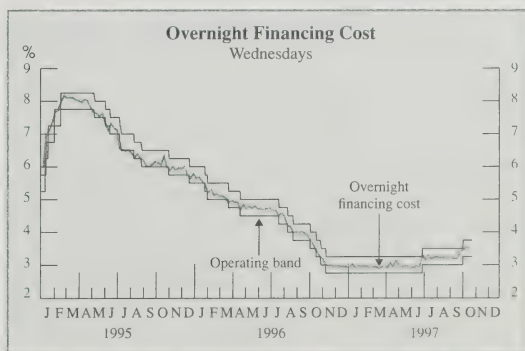
Household spending should be bolstered by pent-up demand for

housing and consumer durables and by increased employment and incomes. Recent surveys suggest that business investment will also remain strong.

Overall, the Bank anticipates average growth of about 4 per cent through the fourth quarter of 1998. With this profile, the Bank's current estimate is that the economy may be producing at full capacity towards the end of 1998.

Over the past year, the Bank has been closely monitoring the rapid growth of M1—the narrow measure of money used for transactions. The surge in M1 indicates that the robust expansion of GDP should continue into 1998. Recently, M1 growth has started to moderate towards a pace more consistent with inflation remaining within the target range.

On balance, slack in markets, strong productivity growth, and inflation expectations centred slightly below 2 per cent are expected to combine to keep core inflation in the lower half of the inflation-control target range well into 1998. Once full capacity is achieved, however, inflation pressures could mount unless the Bank is successful in ensuring that the trend growth of aggregate demand is consistent with the growth of potential output in the economy.



Conclusions

While inflation is expected to remain in the lower half of the target range for at least the next six months, the economy is projected to expand at an annual rate of about 4 per cent through 1998. This pace of expansion will absorb slack in the economy and is unlikely to be sustainable for an extended period.

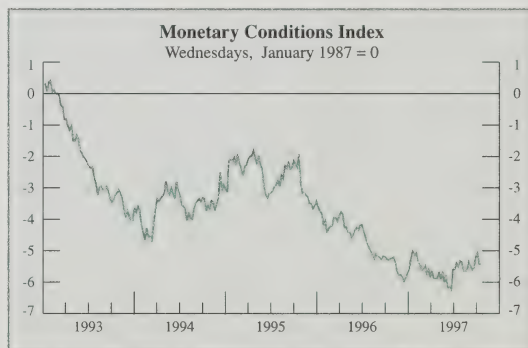
The challenge for monetary policy will therefore be to set monetary conditions at levels that will encourage economic growth that fully utilizes Canada's production potential, but that does not jeopardize the low-inflation environment. To this end, some moderation in the degree of monetary stimulus will be needed over the medium term.

While the strategic direction of policy is thus clear, taking measured steps in that direction raises three issues: the timing of policy actions; the amount of adjustment to monetary conditions required; and the extent to which stimulus will be reduced as a result of movements in short-term interest rates as opposed to a strengthening of the Canadian dollar.

Given recent economic trends, and apart from any complications that might arise from a more prolonged bout of the financial market volatility experienced in late October, it seems likely that further action to reduce

monetary stimulus will be required before the next *Report*. In these circumstances, it also seems likely that somewhat higher short-term interest rates and a firmer exchange rate will both contribute to less-stimulative monetary conditions. However, with low inflation and improved fiscal positions, increases in interest rates and in overall monetary conditions should be much smaller than in past periods of high inflation.

During the next six months, the Bank will have to closely monitor the momentum of the economy and developments in financial markets in order to assess the pace and extent of adjustments to monetary conditions necessary to preserve low inflation and thus bring about a long-lasting economic expansion. It is by prolonging the expansion that we will achieve sustained reductions in unemployment in Canada.



The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually. Copies of the full *Report* and of the *Summary* may be obtained by contacting: Publications Distribution, Communications Services, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bank-banque-canada.ca
or visit our web site: <http://www.bank-banque-canada.ca/>

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

- novembre 1997 -

Sommaire

Les six derniers mois ont été très favorables pour l'économie du Canada. L'expansion s'est implantée solidement, aidée en cela par un bas taux d'inflation, des conditions monétaires très expansionnistes et une économie américaine robuste. Ces facteurs favorables ont largement contrebalancé l'effet de freinage que la restructuration et les compressions budgétaires ont eu sur la confiance des consommateurs et les dépenses.

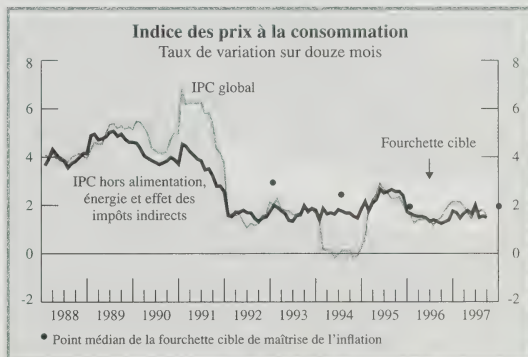
La situation de l'emploi s'est nettement améliorée, insufflant un fort élan de confiance aux consommateurs. À la faveur de cette amélioration et du bas niveau des taux d'intérêt, la demande des ménages a enregistré des gains importants. Conformément au diagnostic qui avait été porté dans la dernière livraison du *Rapport*, les capacités excédentaires se sont donc résorbées plus rapidement qu'au second semestre de l'année dernière.

Comme l'activité économique connaît actuellement un essor et que l'effet de la restructuration et des compressions budgétaires passées s'atténue progressivement, la politique monétaire a maintenant pour défi de promouvoir des conditions monétaires qui préservent le climat de faible inflation et, partant, contribuent à soutenir l'expansion économique.

Les facteurs à l'œuvre

Au premier semestre de 1997, le dynamisme de la croissance économique a été en gros tel qu'on s'y attendait.

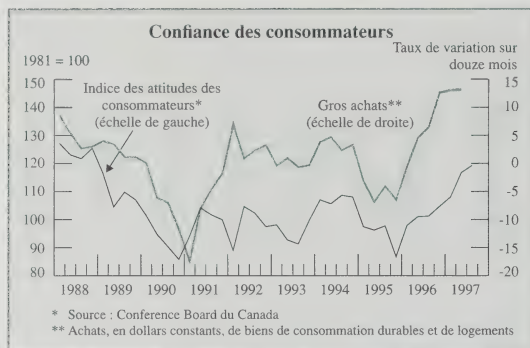
Grâce au faible niveau des taux d'intérêt et à l'amélioration du climat économique, les dépenses des ménages au titre d'articles coûteux comme le logement, les véhicules automobiles et l'électroménager ont fait un bond.



« [...] le défi qui se pose dans l'immédiat à la politique monétaire [est de] promouvoir des conditions monétaires susceptibles de préserver au cours de l'actuelle période d'expansion les bons résultats enregistrés par le Canada sur le front de l'inflation et, partant, [de] faire en sorte que l'expansion se poursuive. »

— Gordon Thiessen

Allocation prononcée devant la Chambre de commerce de Vancouver (Colombie-Britannique)
le 7 octobre 1997



Les dépenses d'investissement sont demeurées fortes, les entreprises visant à accroître leur efficacité et à développer leurs capacités de production. Il convient de signaler la solide montée des dépenses en installations de production.

Les exportations se sont réinscrites en hausse au premier semestre de 1997, à la faveur de la vigueur de l'économie américaine, bien que des pénuries de pièces aient entravé les exportations de véhicules automobiles. Cependant, les importations en volume ont grimpé de façon encore plus notable, en raison de la robustesse de la demande intérieure. Par voie de conséquence, le solde du compte courant de la balance des paiements du Canada est redevenu légèrement déficitaire.

Dans l'ensemble, la demande a continué, pendant les six derniers mois, de croître plus rapidement que la capacité de production de l'économie, ce qui a donné lieu à un nouveau rétrécissement de l'écart entre la production observée et la production potentielle. L'écart de production calculé par la Banque en milieu d'année se situait aux alentours de $1\frac{3}{4}\%$, mais cette mesure devrait être considérée comme une estimation ponctuelle à l'intérieur d'un large intervalle de confiance et doit être révisée fréquemment en fonction des données économiques que l'on reçoit.

Au cours de la période, les entreprises ont continué de maîtriser fermement leurs coûts. Les hausses salariales ont été modérées et la productivité s'est améliorée sensiblement. L'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre est donc demeuré très modeste.

La réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation

Dans le numéro de mai du *Rapport*, la Banque concluait à la nécessité de resserrer quelque peu les conditions monétaires très expansionnistes à mesure que la reprise gagnerait en vigueur et que l'économie tendrait vers une pleine utilisation de ses capacités. Vers la fin juin, les conditions monétaires se sont encore assouplies sous l'effet de la faiblesse persistante du taux de change. Donc, pour contrer cette évolution, la Banque a relevé le taux officiel d'escompte de 25 points de base. Le 1^{er} octobre, elle a de nouveau haussé son taux d'escompte de 25 points de base, pour l'établir à $3\frac{3}{4}\%$. Cette mesure avait pour objet d'atténuer l'effet stimulant des conditions monétaires face à la progression rapide de la mesure de la masse monétaire qui comprend les encaisses de transaction et devant les signes que l'expansion économique était bien engagée.

Sous l'effet des variations des taux d'intérêt et du taux de change qui ont suivi ces relèvements, l'indice des conditions monétaires, qui s'approchait de -6,0 en juin, est remonté pour se situer entre -5,5 et -5,0, niveau auquel les conditions monétaires continuent de soutenir vigoureusement l'économie. Vers la fin octobre, cet indice est redescendu quelque peu, le dollar canadien ayant eu un accès de faiblesse lorsque les marchés boursiers ont connu de fortes turbulences un peu partout dans le monde.

Les primes incorporées aux taux d'intérêt canadiens ont poursuivi leur décline à la faveur des progrès spectaculaires réalisés dans l'élimination des déficits publics ainsi que de la conviction croissante que l'inflation allait rester faible. Les taux d'intérêt à moyen et à long terme ont reculé encore davantage par rapport à leurs pendant américains, les taux à long terme canadiens atteignant pour leur part des creux historiques.

Au cours des six derniers mois, la fermeté du dollar É.-U. a joué un rôle important dans l'évolution du marché des changes. Le dollar canadien a bénéficié de cette fermeté par rapport aux monnaies des pays d'outre-mer. Mais sa moyenne pondérée en fonction des

échanges commerciaux a légèrement fléchi vis-à-vis de l'ensemble des monnaies des pays du Groupe des Dix, car le dynamisme qu'il affichait par rapport aux monnaies d'outre-mer a été contrebalancé par une certaine faiblesse relativement au dollar américain. Les marchés s'attendant toujours à une appréciation du dollar canadien, les taux d'intérêt à court terme ont pu rester inférieurs de quelque 180 points de base à leurs pendants américains.

Les perspectives en matière d'inflation

Malgré les événements récents survenus en Asie du Sud-Est et la volatilité qui en a résulté sur les places boursières du monde entier, les facteurs externes à l'œuvre demeurent favorables pour l'économie canadienne.

Le plus important de ces facteurs est que la robustesse de l'expansion aux États-Unis devrait se maintenir. Bien que l'inflation ait fléchi légèrement dans ce pays, la bonne tenue de l'économie fait toujours craindre une recrudescence des pressions inflationnistes. Il se pourrait donc que la Réserve fédérale ait à intervenir afin de prévenir toute résurgence de l'inflation et de prolonger ainsi l'expansion économique.

Dans les principaux pays européens, la progression de l'activité a été légèrement plus robuste que prévu au premier semestre de 1997 et devrait se poursuivre à un rythme de modéré à rapide au second semestre. Au Japon, où l'économie s'est nettement contractée au deuxième trimestre, la souplesse des conditions monétaires devrait contribuer à une croissance modeste de l'activité d'ici la fin de l'année. Les contrecoups de la situation en Asie du Sud-Est ont toutefois nettement terni les perspectives économiques nippones.

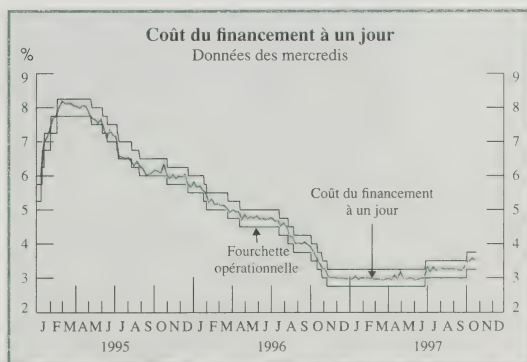
Au Canada, le bas niveau des taux d'intérêt continuera de soutenir la demande intérieure. De plus, le coup de frein que les mesures d'assainissement budgétaire ont donné à la demande intérieure s'atténue, tout comme l'effet que la restructuration a eu sur la confiance des Canadiens.

Les dépenses des ménages devraient aussi être stimulées par la demande refoulée de logements et de biens de consommation durables ainsi que par la progression de l'emploi et des revenus. Selon des sondages récents, les dépenses d'investissement des entreprises devraient également demeurer fortes.

Tout compte fait, la Banque prévoit une croissance moyenne avoisinant les 4 % jusqu'au quatrième trimestre de 1998. À la lumière de ce profil d'évolution, elle estime donc à l'heure actuelle que notre économie pourrait commencer à tourner à plein régime vers la fin de 1998.

Au cours des douze derniers mois, M1 (l'agrégat au sens étroit qui comprend les encaisses de transaction) a connu une forte poussée et la Banque a suivi de près cette évolution. La croissance rapide de M1 est signe que l'expansion robuste du PIB devrait se poursuivre jusqu'en 1998. Elle a commencé à ralentir dernièrement pour se rapprocher d'un rythme plus propice au maintien de l'inflation à l'intérieur de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation.

En somme, les capacités de production excédentaires, la nette amélioration de la productivité et un taux d'inflation attendu légèrement inférieur à 2 % sont des facteurs qui, conjugués, nous amènent à penser que l'inflation mesurée par l'indice de référence demeurera dans la moitié inférieure de la fourchette pendant une bonne partie de 1998. Toutefois, lorsque l'économie canadienne



tournera à plein régime, les pressions inflationnistes pourraient s'intensifier, à moins que la Banque ne réussisse à faire en sorte que l'accroissement tendanciel de la demande globale soit compatible avec la progression de la production potentielle.

Conclusions

Le taux d'inflation devrait se maintenir dans la moitié inférieure de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation au cours des six prochains mois au moins et, selon les projections, l'économie croîtra à un rythme annuel voisin de 4 % jusqu'à la fin de 1998. Ce rythme d'expansion se traduira par une absorption des capacités excédentaires et ne pourra vraisemblablement pas être maintenu sur longue période.

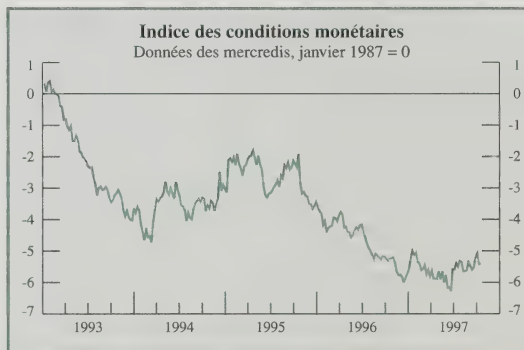
Dans ce contexte, la politique monétaire aura pour défi d'établir des conditions monétaires favorisant un taux de croissance économique qui permette d'atteindre la pleine utilisation des capacités sans mettre en péril le climat de faible inflation. Pour cela, il faudra que les conditions monétaires deviennent moins expansionnistes à moyen terme.

Ainsi, l'orientation stratégique de la politique monétaire est clairement définie, mais ce qu'il reste à établir, pour avancer à pas mesurés dans la direction voulue, ce sont le moment opportun pour intervenir, le degré d'ajustement des conditions monétaires requis et le rôle relatif que devront jouer les relèvements des taux d'intérêt à court terme et l'appréciation du dollar canadien dans le resserrement des conditions monétaires.

À la lumière des tendances récentes de l'économie, et en supposant qu'il n'y aura pas de complications attribuables à un prolongement de l'épisode de volatilité qu'ont

connu les marchés financiers durant les derniers jours d'octobre, il semble que nous aurons à intervenir de nouveau avant la publication du prochain rapport. Il est probable également, dans ces circonstances, que tant un léger relèvement des taux d'intérêt à court terme qu'un raffermissement du taux de change contribueront à rendre les conditions monétaires moins expansionnistes. Compte tenu du bas taux d'inflation et de l'assainissement des finances publiques, la majoration des taux d'intérêt et, par conséquent, le resserrement des conditions monétaires devraient être bien moindres que ceux que nous avons connus lors des épisodes passés de forte inflation.

Au cours des six prochains mois, la Banque suivra de près la force de l'économie et l'évolution des marchés financiers pour évaluer le rythme et l'ampleur des ajustements des conditions monétaires qui pourraient être nécessaires au maintien du faible niveau de l'inflation et, partant, à la poursuite de l'expansion économique. Et c'est en prolongeant l'expansion que nous pourrions réduire durablement le chômage au Canada.



Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an. Pour recevoir des exemplaires du rapport au complet ou du *Sommaire*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, Services de communication, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publication@bank-banque-canada.ca;
site web : <http://www.bank-banque-canada.ca/>

CA1
FN73
-M56

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

— May 1998 —



The silver dollar on the cover was issued in 1989 to mark the 200th anniversary of Sir Alexander Mackenzie's first voyage of discovery in the Canadian northwest. Mackenzie travelled from Fort Chipewyan along Great Slave Lake and down the river that bears his name to the Arctic Ocean. He found the route to the Pacific that he was searching for on his next great journey in 1793.

The design is the work of John Mardon.

*Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9*

893-49-90-667
CN ISSN 1201-8783

MONETARY POLICY REPORT

— May 1998 —



"With low inflation and a sound fiscal position, we now have the foundation that should permit us to move towards full capacity and to explore what our economy can deliver in terms of sustained growth in output and employment and better standards of living . . . this will require setting a course for monetary policy that will ensure that the Canadian economy reaches full capacity smoothly and then continues to grow over time at a non-inflationary, and therefore sustainable, pace."

— Gordon Thiessen

*Speech to the Canadian Club of Winnipeg,
Winnipeg, Manitoba
25 March 1998*

CONTENTS

1. Introduction	5
2. Recent Developments in Inflation	6
Inflation and the target range	6
Factors at work on inflation	11
3. Achieving the Inflation-Control Targets	17
4. The Outlook for Inflation	22
Aggregate demand and supply	22
Temporary factors affecting inflation	26
Cost control	26
Measures of inflation expectations	26
Monetary indicators	28
Inflation projection	30
5. Conclusions	31
Appendix	
Inflation-Control Targets Extended	33
Bibliography	35

CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low inflation allows the economy to function more effectively and thereby contributes to better growth over time.
- Inflation-control targets ensure that monetary policy works to moderate cyclical fluctuations in income and employment. These targets help the Bank to make more accurate judgments about the growth potential of the economy.

The monetary policy instrument

- The Bank of Canada uses its influence on short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target range. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in monetary conditions is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly announced a series of targets for reducing inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. In December 1993, this target range was extended to the end of 1998. In February 1998, it was extended again to the end of 2001.
- By the end of 2001, the government and the Bank plan to determine the long-run target for monetary policy consistent with price stability.

Monitoring inflation

- In the short run, there is a good deal of movement in the CPI caused by transitory fluctuations in the prices of food and energy, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank focusses on the CPI excluding food, energy, and the effect of indirect taxes. This measure is referred to as the *core* CPI.
- Over longer periods, the measures of inflation based on the total CPI and the core CPI tend to follow similar paths. In the event of persistent differences between the trends of the two measures, the Bank would adjust its desired path for core CPI inflation so that total CPI inflation would come within the target range.

1. INTRODUCTION

Canada's inflation-control targets establish a specific medium-term objective for monetary policy. In February 1998, the target of holding consumer price inflation inside a range of 1 to 3 per cent was extended jointly by the Government of Canada and the Bank of Canada to the end of 2001. The Bank also indicated that there would be no change in the way in which policy was conducted under the targets (see the appendix, page 33).

Because of the lags between the Bank's policy actions and their ultimate effect on inflation, policy decisions have to be forward-looking. Consequently, these decisions are necessarily based on projections of an uncertain future and must respond to unexpected events, both economic and financial.

Since last November's *Monetary Policy Report*, a number of unanticipated developments have required reassessment and response by the Bank. The unfolding events in Asia and the sharp decline in primary commodity prices, which have had significant economic and financial market implications for Canada, were not readily predictable. At the same time, an unexpectedly strong U.S. economy has helped to partly offset the negative effects of the Asian crisis. Late last year, inflation temporarily dropped below 1 per cent (the lower bound of the Bank's target range). In addition, strikes by postal workers and by Ontario teachers in the fourth quarter of 1997, together with the January ice storm in eastern Canada, have had significant short-term effects on production and demand in the economy.

During this period of uncertainty and temporary setbacks, the Bank attempted to identify the more lasting influences on the economy and inflation. In addition, it had to address the volatility in financial markets associated with the uncertainty surrounding the shocks. This volatility was most clearly evident in several sharp declines in the external value of the Canadian dollar. Under these circumstances, the Bank raised short-term rates three times since the November *Report*, by a total of 125 basis points. These actions were prompted by two basic considerations. First, despite the fallout from the problems in Asia, the underlying momentum of the Canadian economy remained positive, and the persistent decline in the Canadian dollar was leading to an undesirable easing in monetary conditions, which were already stimulative. Second, at times, the speed of decline in the currency was such that, had it continued, there was a clear risk that investor confidence in Canadian dollar assets would have been undermined.

The 1 to 3 per cent inflation-control target has been extended to the end of 2001.

Over the past six months, several unanticipated developments have required reassessment and response by the Bank.

To prevent an undesirable easing of monetary conditions and to address financial market volatility, the Bank's rate has increased.

This report includes information received to 24 April 1998.

The solid expansion of the Canadian economy continues.

Although there are continuing uncertainties and downside risks to the immediate outlook, stemming from the Asian situation, there have been signs that stability is returning to most of southeast Asia and Korea. On balance, the Bank feels that the economic expansion in Canada, supported by both external and internal factors, will remain solid through this year and into 1999, although not as strong as expected last autumn. The details of this outlook and the policy implications for maintaining inflation inside the Bank's target range are the subject of this *Report*.

2. RECENT DEVELOPMENTS IN INFLATION

Core inflation (CPI excluding food, energy, and the effect of indirect taxes) dropped temporarily below the Bank's 1 to 3 per cent target range late last year. On balance, however, it declined only slightly over the past six months. Contributing to the decline were intensifying competitive pressures in the retail market.

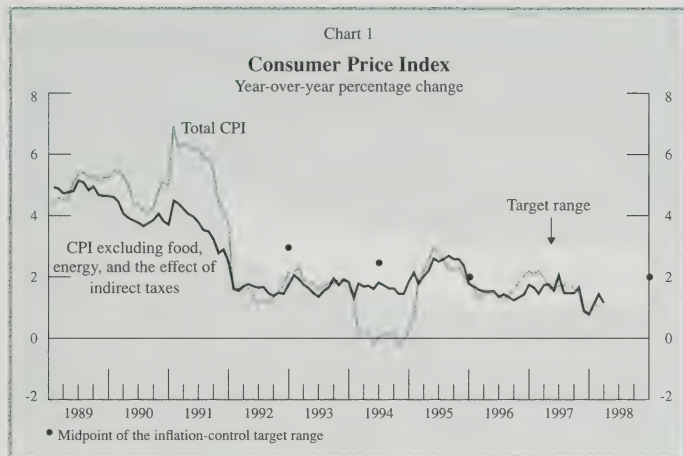
Inflation and the target range

Core CPI inflation has been slightly lower than anticipated in the last Report.

The 12-month rate of increase in the core CPI edged down from 1.5 per cent last September to 1.2 per cent in March (Chart 1). This decline was not anticipated in last November's *Report*.

... partly because of intensified competition in the retail market.

It was noted at that time that retailers were trying to restore profit margins by raising prices. In fact, price discounting subsequently increased as competition among retailers to maintain or expand market share intensified. There still appears to be significant excess capacity in this sector, which will probably take quite some time to correct. Currency depreciations in Asia also intensified competition, particularly among motor vehicle producers. More fundamentally, the ongoing slack in product markets has continued to put downward pressure on inflation. The major offsetting factor working to hold inflation up appears to be expectations of inflation that remain close to the 2 per cent midpoint of the range.

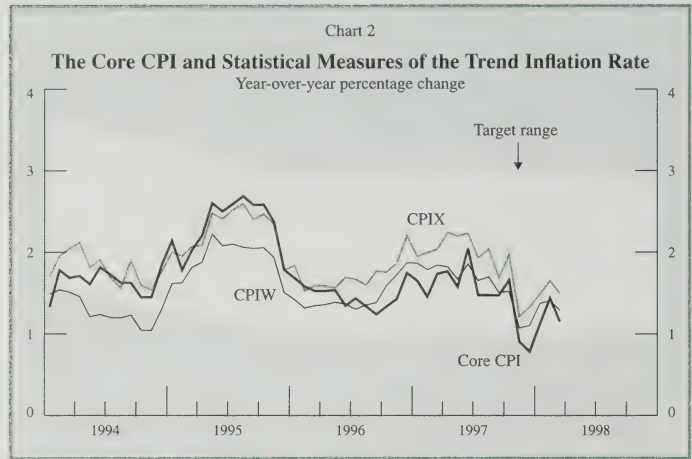


The brief fall of core CPI inflation below the target range last November and December was caused by transitory factors. These included increased automobile rebates, exceptionally heavy discounts on clothing, promotions of new cablevision channels, and an earlier-than-expected seasonal decline in hotel rates.

The levels of two other statistical measures of the trend rate of inflation (CPIX and CPIW) are currently very similar to that of core inflation (Chart 2).¹

Temporary factors led core CPI inflation to drop below the target range for a short time.

1. CPIX excludes the eight most volatile components from the CPI as well as the effect of indirect taxes on the remaining components. CPIW multiplies each CPI basket weight by an additional weight that is inversely proportional to the component's variability. For a detailed discussion, see Technical Box 1 in the November 1997 *Report*.

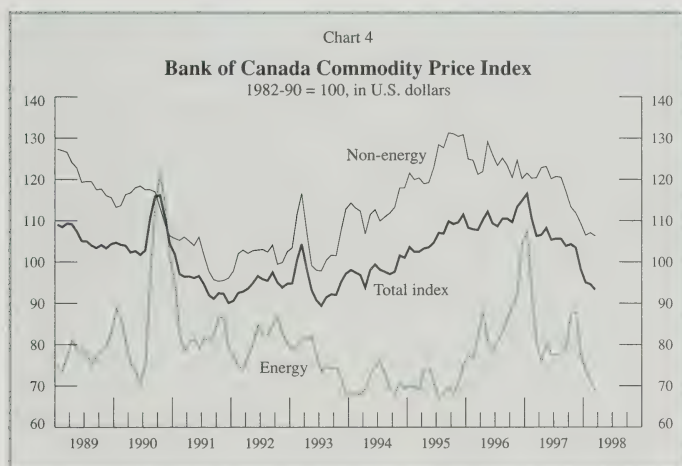
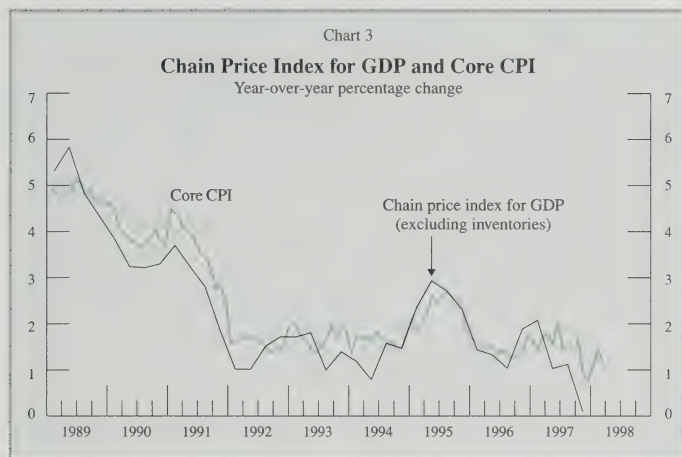


Lower energy prices also contributed to the decline in total CPI inflation.

The 12-month rate of increase in the total CPI was 0.9 per cent in March 1998, compared with 1.6 per cent in September 1997. This decline is mainly tied to falling energy prices stemming from lower prices for crude oil.

Broad inflation measures also eased, partly because of lower prices for primary commodities.

Broad inflation measures have also eased substantially since the last *Report*. The chain price index for GDP—a measure of price changes using weights that adjust to keep up with shifts in the composition of spending—showed no inflation at the end of 1997 from its level a year earlier, compared with a year-over-year rate of 1.0 per cent in the second quarter of 1997 (Chart 3). In addition to the factors lowering CPI inflation, the broad measures, which include the prices of exported products, have been directly affected by the considerable decline in the prices of primary commodity exports (Chart 4 and Technical Box 1).



For manufacturing, the aggregate industrial product price index has shown relatively modest increases on a year-over-year basis (Chart 5). These gains have mainly reflected the impact of the Canadian dollar depreciation on export prices for such products as motor vehicles and many manufactured commodities, where contracts are typically in U.S. dollars.

Technical Box 1

Recent Movements in Primary Commodity Prices

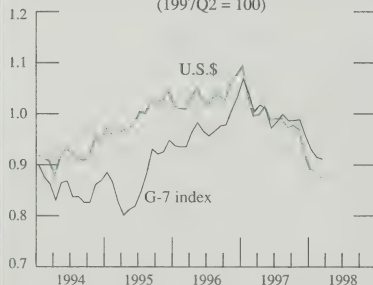
The Bank of Canada's primary commodity price index (measured in U.S. dollars) decreased by about 12 per cent between the second quarter of 1997 and the first quarter of 1998. Part of this decrease reflects the strength of the U.S. dollar against the currencies of other industrial countries. Measured in terms of G-7 currencies, the index fell by about 8 per cent over the same period. Price declines were particularly pronounced for base metals, lumber, livestock, and crude oil.

Prices for commodities were driven down by both demand and supply factors. Actual and anticipated reductions in worldwide demand, related primarily to developments in Asia, have led to lower prices for many commodities, including base metals. The oversupply of metals has been exacerbated by new mines coming into production as well as by additional supply from existing operations in countries such as Russia (nickel), Chile (copper), and China (zinc). Although U.S. housing demand remained strong, ongoing weakness in the Japanese housing market and increased U.S. lumber supplies contributed to a large drop in lumber prices over 1997 and the first quarter of 1998. Livestock prices, particularly for hogs, have also weakened, owing to greater global supply and lower demand from Asia.

Crude oil prices were pushed down by an increased supply from OPEC and non-OPEC countries, weaker Asian demand, and low North American demand because of mild weather. The price of crude oil fell 20 per cent in the first quarter of 1998, as Middle East tensions dissipated and the United Nations announced its intention to allow higher Iraqi exports under the oil-for-food program. At the end of the first quarter, prices recovered when OPEC and some other major producers announced plans to cut production for the balance of the year.

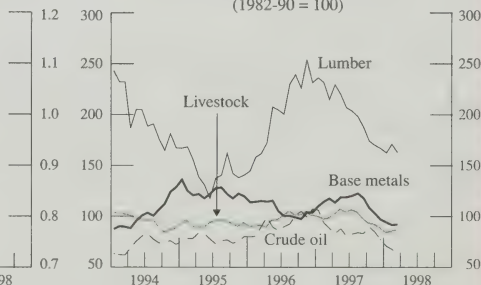
The full extent of the decline in commodity prices is difficult to explain using only fundamental demand and supply factors, especially given the continuing strength in world demand stemming from U.S., European, and Latin American growth. There seems to have been some overshooting on the downside—perhaps an overreaction to developments in Asia. The Bank's outlook therefore incorporates a gradual recovery of commodity prices in the second half of 1998 to more closely reflect the economic fundamentals. The speed of the recovery will depend in part on developments in Asia.

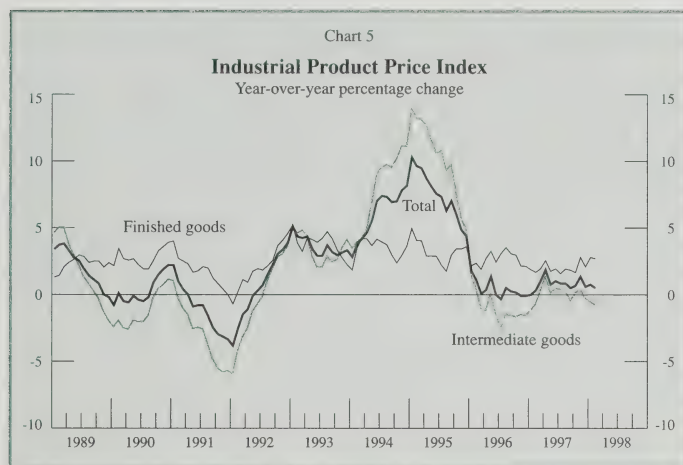
Bank of Canada's Commodity Price Index*
(1997Q2 = 100)



* Weighted by Canadian production

Commodity Prices (U.S.\$)
(1982-90 = 100)





Factors at work on inflation

Aggregate demand and supply

As expected, the Canadian economy expanded at a rapid pace during 1997, with real GDP increasing by 4.2 per cent (fourth quarter over fourth quarter). This expansion continued to be supported by accommodative monetary conditions and by strong growth in the U.S. economy. It was accompanied by marked gains in employment during the year. Over the second half of 1997, the underlying momentum of the economy remained robust. However, two major strikes (postal workers and Ontario teachers) shaved about 0.5 percentage points off GDP growth, which was recorded at 3.5 per cent.

Several temporary influences also affected the pace of activity in the first quarter of 1998. The recovery from the fourth-quarter labour disruptions provided a boost to economic growth. In contrast, the January ice storm in eastern Canada, which has significantly affected the month-to-month changes in activity, is estimated to have lowered real GDP growth in the first quarter by about 0.2 percentage points. This should subsequently be more than made up as a result of the reconstruction effort. At the same time, the fallout from developments in Asia and lower commodity prices began to have a tempering effect on growth. When all the factors are considered, growth in the first quarter is estimated to have been in a range of about 3 to 3½ per cent (at an annual rate).

The strong pace of economic expansion last year was largely as expected

The buoyant U.S. economy continued to contribute to strong growth in Canada's exports.

Spending by businesses on capital goods continued to rise.

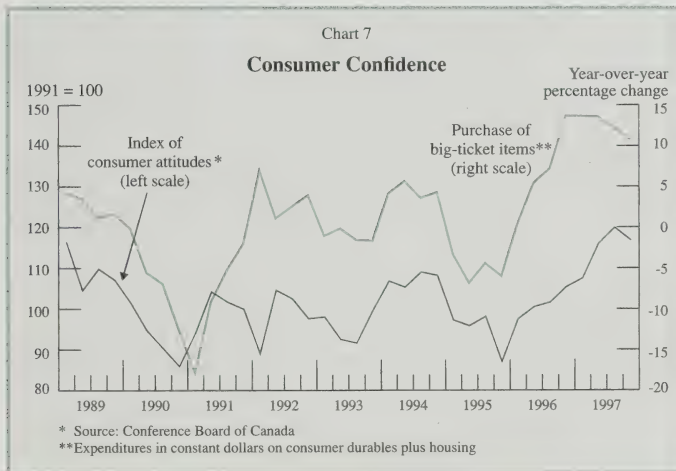
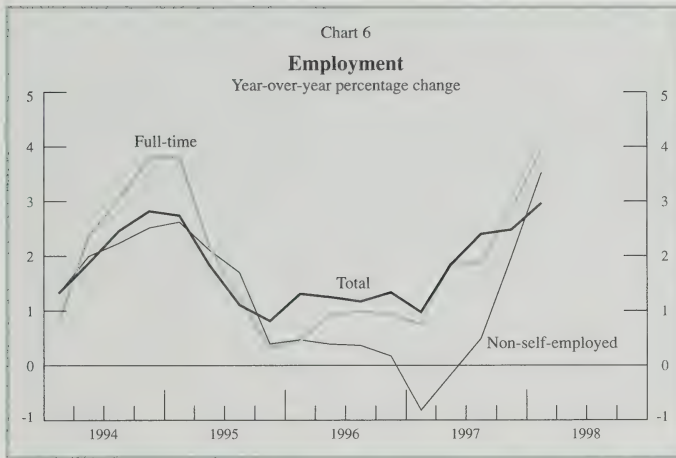
Low interest rates and increased employment contributed to further gains in household spending.

Export volumes rose briskly in the second half of 1997, partly because of strong U.S. demand for machinery and equipment and consumer durable goods. Exports of non-energy commodities also grew substantially in spite of price declines. But within this category, lumber exports fell markedly, following a sharp decline in housing demand in Japan. More generally, exports to Japan and other Asian countries declined over the period, but these account for only about 8 per cent of Canada's total merchandise exports.

In the last half of 1997, businesses continued to substantially increase their spending on capital goods, especially on machinery and equipment.

Investment in non-farm inventories also rose in this period, stimulated by continued strong growth in sales. At times, some inventory imbalances emerged in certain segments of the retail sector, such as motor vehicle dealerships and department stores. At year-end, inventories still appeared to be too high in some retail categories (such as department stores).

Household expenditures continued to rise strongly in the second half of 1997, although at a slightly lower rate than in the first half. Consumer spending on durable goods, particularly motor vehicles, grew at a healthy pace, as a result of low interest rates, pent-up demand, and continued marked gains in employment. The very substantial increases in both full-time jobs and hiring by firms (as opposed to self-employment) have kept consumer confidence high (Charts 6 and 7). It appears, however, that some spending on motor vehicles towards year-end was brought forward from the first quarter of 1998 in response to special financing incentives and rebates offered by North American producers. The growth of household spending on items other than consumer durable goods slowed somewhat, partly in response to the effect of the work stoppages on incomes.



Imports continued to increase substantially in the second half of 1997. This rise was especially pronounced because the growth in domestic spending came mainly from purchases of machinery and equipment and motor vehicles, a large portion of which tend to be imported. In addition, many of our highly manufactured exports have a very large import content. As Asian currencies depreciated, imports from these countries, which account for about 12 per cent of Canada's total merchandise imports, rose more strongly than total imports.

Strong gains in domestic demand led to a considerable increase in imports

Technical Box 2

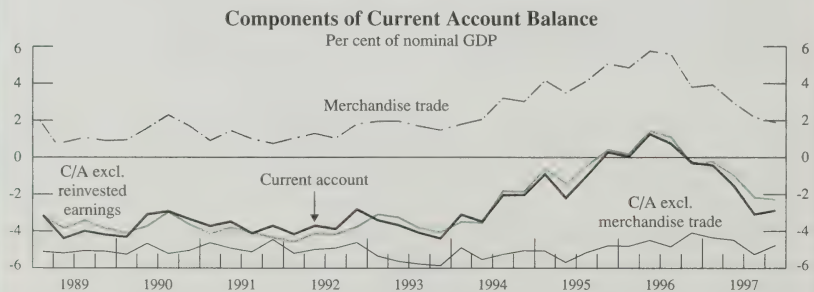
Canada's Current Account

Canada's current account deficit widened by about 2.5 per cent of GDP through 1997. This resulted from a number of factors: vigorous growth in domestic demand, a shift in spending towards import-intensive goods, a fall in primary commodity prices, a substantial rise in the reinvested earnings of foreign-controlled corporations in Canada (which are recorded as payments to non-residents), and lower net exports to Asia. Loss of overall competitiveness was not a factor, since measures of costs relative to those of Canada's major trading partners improved markedly through the year as the Canadian dollar weakened and unit labour costs fell in domestic currency terms.

The widening of the current account deficit primarily reflected a pronounced narrowing of the merchandise trade surplus. The terms of trade for goods fell 3 per cent on a fixed-weight basis over the year, mainly because of a drop in the prices of those primary commodities of which Canada is a net exporter. Export volumes increased rapidly, reflecting robust growth in U.S. aggregate demand and our favourable competitive position. Import volumes rose even more strongly than exports, however, largely in response to a sharp increase in domestic demand for machinery and equipment and for consumer durables.

In the investment income account, the substantial increase in the reinvested earnings of foreign-controlled enterprises operating in Canada reflected a marked improvement in profits and higher levels of investment spending. The rollover of debt at lower interest rates helped restrain net interest payments on portfolio investment to a modest year-on-year increase in the fourth quarter of 1997.

Since it is affected by so many factors, the current account balance is very difficult to predict. There are, however, a number of developments that are likely to narrow the deficit during 1998: demand should become less heavily weighted towards import-intensive goods, commodity prices should strengthen, and the competitive position of Canadian producers should continue to stimulate gains in net export volumes. Moreover, new capacity coming on stream should provide impetus to certain export categories, such as natural gas. Finally, the rollover of long-term debt at lower interest rates will continue to help contain outflows of net investment income.



With imports rising more strongly than exports and commodity prices declining, there was a further deterioration in the current account deficit to almost 3 per cent of GDP at year-end (Technical Box 2).

In the first quarter of 1998, the recovery from the two major strikes gave a boost to household spending on items other than motor vehicles and energy. Consumer expenditures were also supported by continued strong employment growth in the private sector. On balance, however, the underlying pace of expansion moderated somewhat. Lower shipments of energy commodities and a reduction in the growth of automotive product exports led to slower export growth than in the second half of 1997, and the rate of increase in business investment slowed from last year's robust pace. Because of the reduced demand for energy (reflecting the relatively mild winter) and a decline in motor vehicle sales, imports were little changed.

With aggregate spending during the last half of 1997 and early this year continuing to expand at a rate greater than the growth of potential output, slack in the economy continued to be taken up. Bank staff estimate that the output gap narrowed to about 1¼ per cent at the end of 1997, down from 1¾ per cent at mid-1997 (Chart 8).

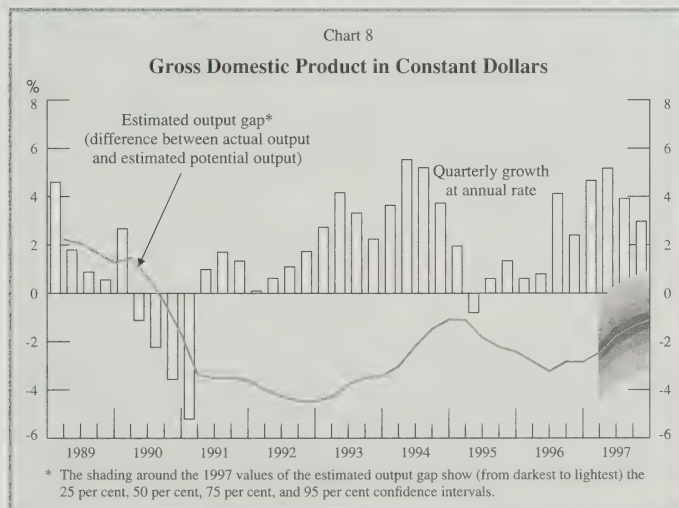
There is considerable uncertainty about the measurement of the output gap. Nonetheless, it is useful for policy purposes to make provisional point estimates of its most likely value. These estimates are reviewed as new data come in.

and, together with a decrease in commodity prices, contributed to a further deterioration in Canada's current account position.

Growth in the first quarter of 1998 was led by household spending.

The amount of excess capacity continued to diminish.

but there is considerable uncertainty about the size of the output gap.



Cost control

Wage gains in the second half of 1997 were moderate

Wage increases remained moderate in the second half of 1997. Annual wage settlements in the unionized private sector averaged 1.7 per cent, compared with 2.4 per cent in the first half (Chart 9).² Wage settlements in the public sector edged up, averaging 1.4 per cent in the second half of 1997. The average pay increase for non-unionized employees was 2.6 per cent in 1997, based on the Conference Board of Canada's compensation outlook survey. Thus, the average underlying wage increase in the total economy is estimated to have been close to 2 per cent on a year-over-year basis. This is confirmed by a new source of wage data from Statistics Canada. For instance, in the first quarter of 1998, the year-over-year increase in the average hourly wage, excluding overtime, was 1.5 per cent for all permanent employees and 2.4 per cent for permanent full-time employees.



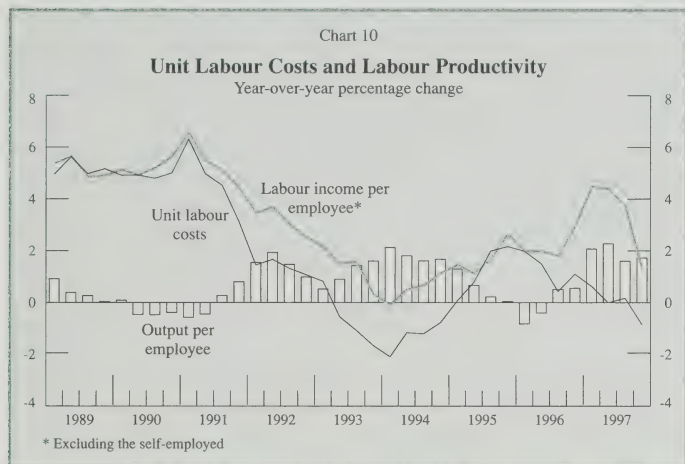
and productivity increased in the second half of 1997, unit labour costs edged down

Productivity growth increased last year, partly because of the cyclical pickup in output.³ As a result, unit labour costs edged down by year-end (Chart 10). The growth of labour income per

2. The reduction in average private sector wage settlements in the second half of 1997 mainly reflected a large increase in the proportion of settlements in the service sector. Wage increases in the service sector have recently been lower than those in the goods-producing sector.

3. Productivity is measured as output per employee because of concerns that the volatility of recent data on the average work week may be distorting the underlying picture of productivity growth measured as output per person-hour.

employee had been unexpectedly high early in 1997 because of larger-than-normal bonus payments that were associated in part with the productivity gains.



3. ACHIEVING THE INFLATION-CONTROL TARGETS

The Bank aims at directing monetary conditions along a path that will move the trend rate of inflation towards the centre of the target range over time. In making its judgment about this desired path, the Bank uses information from many sources on developments that will influence the trend of inflation. Most important is the expected trend in the level of aggregate demand relative to the economy's potential supply. Since there is considerable uncertainty about the future evolution of these variables, the desired level of monetary conditions at any time is not precise, but rather is a range within which the Bank is comfortable. New information and changing views of the probable profile of spending and its implications for future inflation may change the desired path for monetary conditions. At times, there may be considerable uncertainty regarding the effects on the Canadian economy of external or domestic shocks. In these circumstances, it may be appropriate for the Bank to wait for more information before deciding on any change in the path for monetary conditions. In the meantime,

The Bank adjusts monetary conditions to achieve its inflation-control target.

The desired level of monetary conditions at any time is not precise but is a range within which the Bank is comfortable ...

... and may change with new information.

Several factors, including developments in Asia, have affected desired monetary conditions.

Monetary conditions have fluctuated widely and, on balance, have been somewhat less stimulative over the period.

monetary conditions may fluctuate over quite a wide range without drawing a response from the Bank.

In the *Report* issued last November, the Bank drew attention to the anticipated closing of the output gap over the coming quarters and to the implied need for some reduction, over the medium term, in the degree of monetary stimulus being provided to the economy. The November *Report* also recognized the unfolding situation in Asia, noting that close attention would have to be paid to the implications for the Canadian economy.

As the crisis in southeast Asia deepened and spread to Korea (see Technical Box 3), there was a tendency for financial markets and commentators to assume a "worst-case scenario." Pessimistic views about the impact of the Asian crisis on the evolution of commodity markets and on the Canadian economy, together with a worldwide flight to U.S. assets by investors, resulted in a reduction in the relative attractiveness of Canadian dollar instruments. This was exacerbated by the occasional recurrence of nervousness about political developments in Quebec. In addition, there was some uncertainty in the markets about the likely reaction of monetary policy to all these developments. Together, these factors led to volatility in Canadian financial markets and several episodes of sharp downward pressure on the Canadian dollar. The extent of the resulting depreciation was seen by the Bank as an inappropriate easing of monetary conditions. Some important positive developments for the Canadian economy appeared to have been overlooked by markets, particularly the persistent strength of the U.S. economy, as well as the significant declines in medium- and long-term interest rates. Under the circumstances, the Bank raised the Bank Rate on three occasions, by a total of 125 basis points. These actions were intended both to counter the undesired easing in monetary conditions and to forestall a potential loss of confidence in Canadian dollar assets.

The forces at play resulted in considerable volatility in monetary conditions over the past six months, and the Bank's monetary conditions index (MCI) has fluctuated over a relatively wide range (Chart 11). A low of -6.2 was reached near the end of January. Since then, the MCI has varied between -4.5 and -5.5. This means that, following the increases in short-term interest rates, monetary conditions have been somewhat less stimulative compared with the very accommodative range of -5.0 to -6.0 that had prevailed for much of 1997.

Technical Box 3

The Asian Crisis

The turmoil in Asia can be explained largely by underlying structural weaknesses and the emergence of significant macroeconomic and financial imbalances. The five countries most adversely affected have been Korea, Indonesia, Malaysia, the Philippines, and Thailand. Since mid-1997, the exchange rate in Indonesia has fallen by roughly 70 per cent against the U.S. dollar, while those of the other affected countries have declined by between 30 and 35 per cent. Stock markets in the region have fallen by 20 per cent or more in local currency terms over the same period. After years of very rapid growth, economic activity in the region is expected to slow significantly in 1998. Over the longer term, if measures are taken to strengthen financial sectors, improve governance, and enhance the role of market incentives, these economies should again be among the fastest-growing in the world.

The Asian crisis is expected to affect industrialized economies in a number of ways. The decline in economic activity in the Asian countries and the depreciation of their exchange rates will reduce their demand for imports. In addition, the improved competitive position of Asian exporters is likely to lead to some displacement of domestically produced goods in the industrialized world. The crisis is also contributing to lower world commodity prices, as Asian countries reduce their demand for imports while boosting domestic production. This in turn is feeding into lower actual and expected trend inflation worldwide.

For 1998, the latest *World Economic Outlook* of the IMF suggests that world economic growth will be 1.2 percentage points lower than forecast in September 1997. The largest downward revisions are for Japan and the newly industrialized economies of Asia. The negative effect of the Asian crisis will be partly offset by positive developments, such as the ongoing momentum of the U.S. economy. Growth in G-7 countries in 1998 is expected to be down only 0.2 percentage points compared with expectations before the Asian crisis.

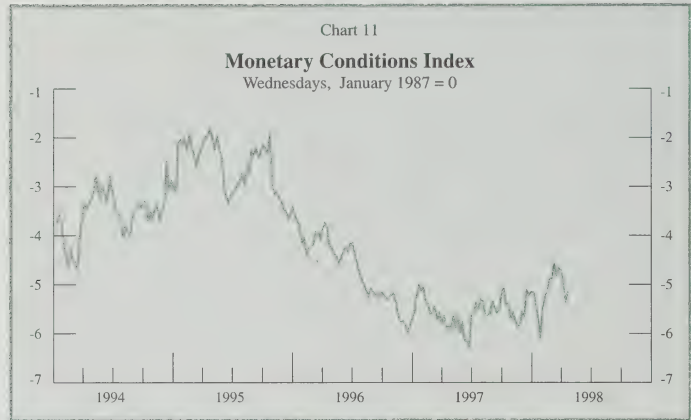
Real GDP Growth Forecasts for 1998

	Forecast made September 1997	Forecast made April 1998
United States	2.6	2.9
Japan	2.1	0.0
Germany	2.8	2.5
G-7 countries	2.5	2.3
Newly industrialized Asian economies*	6.0	1.8
Developing Asian economies**	7.4	4.4
World	4.3	3.1

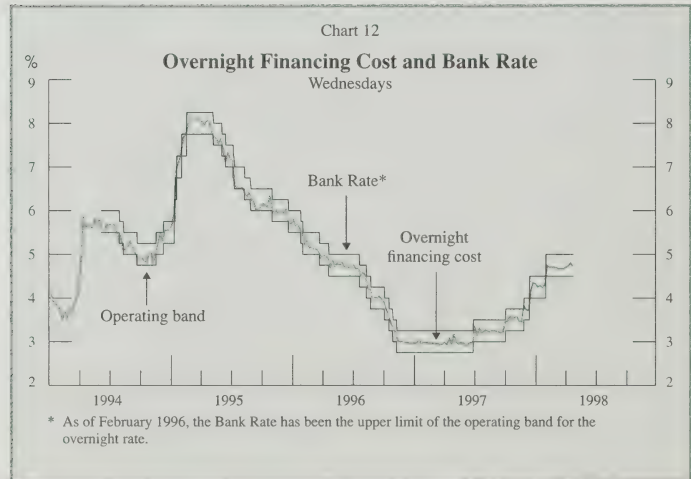
Source: IMF *World Economic Outlook* published October 1997 and May 1998

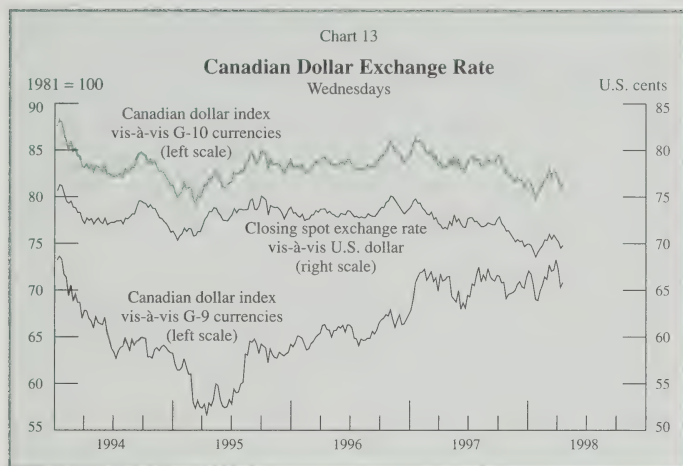
* Hong Kong, Korea, Singapore, and Taiwan

** Asia, excluding Japan and newly industrialized Asian economies



As a result of the three changes, the Bank Rate increased from 3.75 per cent to 5 per cent (Chart 12). The increase on 25 November was 25 basis points, while those on 12 December and 30 January were 50 basis points each. Short-term yields rose in step with these increases. With little change in short-term rates in the United States, three-month differentials have narrowed, but Canadian short-term rates are still some 60 to 70 basis points below those in the United States.





Following the interest rate increases, the Canadian dollar recovered from the record low of 68.10 U.S. cents on 29 January (Chart 13). Nevertheless, over the past six months the Canadian dollar fell in value by about $1\frac{1}{2}$ per cent against the U.S. dollar. The U.S. dollar's persistent strength against all major currencies over the period stemmed from the U.S. economy's strong performance. It also reflected a shift by investors towards the world's most liquid financial market in response to the turbulence in Asia. As a result, when measured against the currencies of all the G-10 countries, the Canadian dollar has declined less than against the U.S. dollar alone.⁴

Bond markets in many countries in the G-10 area, including Canada, have been buoyant, partly because of an improved inflation outlook, and partly because of the flight of capital from Asian countries. In spite of the increases in domestic short-term interest rates, Canadian bond yields have declined to new lows. Moreover, the negative long-term differential against the United States has persisted despite the safe-haven attraction of U.S. dollar investments.

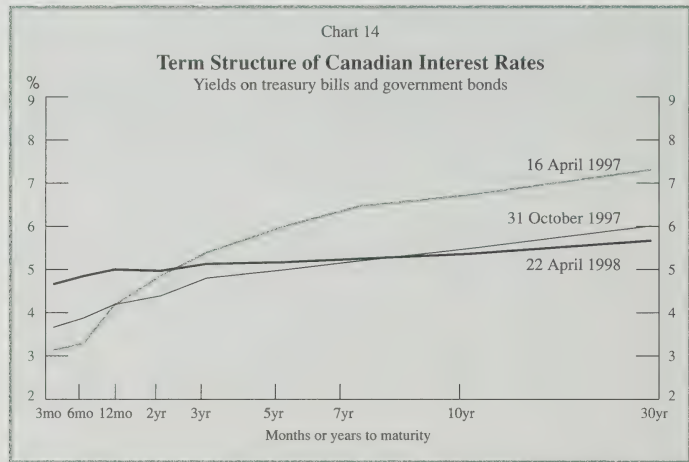
The Canadian dollar had a mixed six months, depreciating against the U.S. dollar while appreciating against overseas currencies.

Long-term interest rates continued their decline ...

4. While the Canadian dollar has risen steeply against the currencies of southeast Asia and Korea, the effect of that movement will, to a significant extent, be offset because inflation in most of these countries has increased appreciably. Moreover, our trade with these countries is relatively modest. As a result, when account is taken of inflation differences between Canada and other countries, movements in the exchange value of the Canadian dollar on a trade-weighted basis are broadly similar, whether we use the G-10 index or a broader index that includes a number of Asian and Latin American currencies. The additional countries included in the broader index are Australia, Norway, China, Hong Kong, Korea, Malaysia, Singapore, Thailand, Indonesia, Taiwan, Argentina, Brazil, Chile, and Mexico.

... with lower risk premiums providing important stimulus to economic activity.

The rise in short-term rates and the decline in long-term rates has caused the yield curve to pivot, and to have a progressively flatter slope (Chart 14). In the past, the slope of the yield curve has been a good predictor of changes in output, and such a flattening has often been followed by slower output growth. However, the declines in bond yields over the past couple of years have largely resulted from lower expectations of inflation and lower risk premiums. These lower risk premiums provide a stimulus to economic activity (see Technical Box 4).



4. THE OUTLOOK FOR INFLATION

When assessing the likely path of inflation over the next two years, the Bank looks closely at the current and anticipated amount of aggregate excess supply or demand, measures of inflation expectations, and the rate of monetary expansion. The Bank reviews all important factors, both external and internal, that could influence the evolution of aggregate demand and supply.

Aggregate demand and supply

Robust expansion should continue as the negative shock from Asia is partly offset by other positive developments.

The effect of the Asian crisis on the world economy and the sharp declines in commodity prices, stemming from the crisis and from other sources, represent a significant negative external shock for the Canadian economy. However, the effects of this shock are being partly offset by positive developments elsewhere. In response to the Asian crisis and to an improved inflation outlook,

Technical Box 4

The Decline in Long-Term Interest Rates

Canadian long-term interest rates have declined remarkably. Since the start of 1995, the yield on Government of Canada long-term bonds, shown in the chart below, has fallen from over 9 per cent to about $5\frac{3}{4}$ per cent, the lowest rate since the 1960s. Yields in the United States and other advanced economies have also declined, although more moderately. The persistent, negative Canada-U.S. spread that emerged last year is unprecedented.

Two factors have been essential to the improved spread. First, a lengthening period of low inflation has strengthened confidence in the long-run value of Canadian dollar assets. The explicit monetary policy target gives bondholders a formal commitment to continued low inflation. Second, the rapid elimination of deficits by Canadian governments has alleviated some deep uncertainties. Large deficits over many years, and the prospect of their continuation, had created concerns about the level and incidence of taxes; the diversion of savings from more productive uses; the buildup of external liabilities, which was likely to undermine the exchange rate; and the risk that a future government might adopt inflationary policies to lighten its debt load. The rapid fiscal improvement thus played a major role in the extent and timing of the fall in domestic bond yields. Even though the stock of debt and the associated interest payments remain very high, maintenance of the current fiscal position would imply a steady decline in the ratio of government debt to GDP and, hence, in the burden of debt service.

Some respite from the uncertainty about the political future of Quebec over much of the period since the 1995 referendum also contributed to the strength of the Canadian bond market.

The decline in long-term borrowing costs brings pervasive benefits to Canada. Investment in long-lived assets is encouraged; asset values rise; and government interest payments are reduced. Because of the sizable net foreign debt, national income improves as external interest payments decline. In an environment of sound monetary and fiscal policies, long-term interest rates should remain low, even at times when short-term rates rise. Indeed, the further decline in bond yields since November has occurred in the face of such an increase.

Yields on Long-Term Federal Government Bonds

medium- and long-term interest rates have declined in the major industrial countries, including Canada. These declines in rates have also helped to boost the value of equities. Recent financial market developments are thus working to help sustain demand in many industrial countries. In addition, and perhaps most importantly, the U.S. economy has continued to outperform expectations.

U.S. economic growth is expected to slow to a more sustainable rate . . .

The expansion of aggregate demand in the United States was surprisingly strong throughout 1997 and outstripped the estimated growth of capacity. Although the momentum of the U.S. economy continued to be greater than expected into the first quarter of 1998, the growth of real GDP should slow to a more sustainable rate this year as net exports decline in response to a loss of competitiveness and weak Asian demand. An anticipated inventory correction should also moderate growth somewhat.

U.S. inflation, as measured by the CPI excluding food and energy prices, has been stable at around 2.2 per cent since last September. Although the strong U.S. dollar is expected to put further modest downward pressure on inflation over the remainder of this year, the recent rise in wage pressures could push inflation up in 1999.

Monetary conditions in the United States have continued to tighten since mid-1997, owing to the appreciation of the U.S. dollar. The low inflation rate and the anticipated impact of the Asian crisis on the U.S. economy have helped to keep short-term rates steady. However, unless the Asian crisis has a significant dampening effect on the U.S. economy over the longer term, the Federal Reserve may be faced with the need to raise interest rates to counter a buildup of inflation pressures.

Developments in Mexico have also been positive. Growth in 1997 averaged 7 per cent and is expected to remain robust this year.

. while economic expansion is expected to strengthen in Europe . . .

In the major European countries, the situation has been mixed. Growth in the United Kingdom has begun to slow in response to past tightening in monetary conditions and increased fiscal restraint. Domestic demand in France and Italy has strengthened, while in Germany it has remained relatively weak. With growth in the continental European economies expected to pick up in the first half of 1998, the overall outlook for Europe in 1998 is bright.

. but little improvement is expected in the Japanese economy.

The Japanese economy failed to recover significantly in the second half of 1997, after contracting sharply in the second quarter. The government has taken important actions to recapitalize financial institutions, and further fiscal measures are planned. Despite these initiatives, little economic improvement is expected this year, owing to the adverse impact of the Asian crisis, the fragility of the financial sector, and the low level of consumer and

business confidence. Increasingly, the Japanese economy is becoming the major source of uncertainty for the world economy.

International commodity prices are expected to recover somewhat in the second half of 1998. The anticipated reduction in global excess capacity, together with a correction for some possible overshooting of commodity markets on the downside, should contribute to a firming in the prices of industrial materials.

Overall, the growth of Canadian exports is expected to ease this year, as developments in Asia and an anticipated moderation in U.S. economic growth more than offset the stimulus of the recent exchange rate depreciation. The recent decreases in commodity prices are likely to lead to further cutbacks in production at high-cost sites. This could adversely affect the volume of commodity exports over the near term, until the expected rise in commodity prices occurs.

On the domestic front, business investment, supported by low medium- and long-term interest rates, is expected to remain relatively strong in 1998. Capital outlays will also be boosted by the rebuilding of electrical transmission and distribution networks made necessary by the ice storm in eastern Canada. Overall, however, the increase in business investment will likely be less than the strong gains in both 1996 and 1997, as some resource-based projects will be held back by past decreases in commodity prices. Inventory investment is likely to be reduced somewhat as some retailers correct stock imbalances.

Continued gains in full-time employment, low interest rates, and rising private sector wealth should support robust growth in household demand, including housing. But there is some risk that consumer outlays will be less buoyant, to the extent that much of the pent-up demand for consumer durables and housing has already been met.

On the basis of the evidence currently available, the Bank anticipates growth of about $3\frac{1}{2}$ per cent (at annual rates) through to the fourth quarter of 1998 and into the first half of 1999. On an annual average basis, the implied growth for 1998 is also $3\frac{1}{2}$ per cent. This is somewhat stronger than the most recent average of private sector forecasts, which has edged down to 3.3 per cent. In the Bank's view, the economy should reach a level close to the current estimate of full capacity during the course of 1999. Since estimates of full capacity are inexact, the Bank will closely monitor all the indicators that could provide information on the capacity of the economy. Throughout the remainder of this year, however, slack in goods and labour markets should continue to put downward pressure on inflation.

Recent declines in commodity prices are likely to moderate the growth of both exports

... and business investment this year.

Continued employment gains and low interest rates should, however, support robust growth in household demand.

The Bank anticipates average growth of about $3\frac{1}{2}$ per cent to the middle of 1999.

Temporary factors affecting inflation

Temporary factors should have little net effect on core inflation over the next few months.

While a number of structural changes are still under way in the retail sector, the recent degree of price discounting could lessen somewhat through the rest of 1998. Recent Asian currency movements, however, may contribute to some price cutting—particularly for motor vehicles, other durable goods, clothing and footwear—as retailers turn to cheaper sources of supply. In contrast, the recent depreciation of the Canadian dollar against the U.S. dollar will put upward pressure on the prices of many imported goods over the next year or two. On balance, these temporary factors should have little net effect on the core CPI in the next few months. More upward pressure on prices is likely, however, towards the end of this year and into 1999, as the lagged effects from the recent depreciation of the Canadian dollar against the U.S. dollar become increasingly important.

Cost control

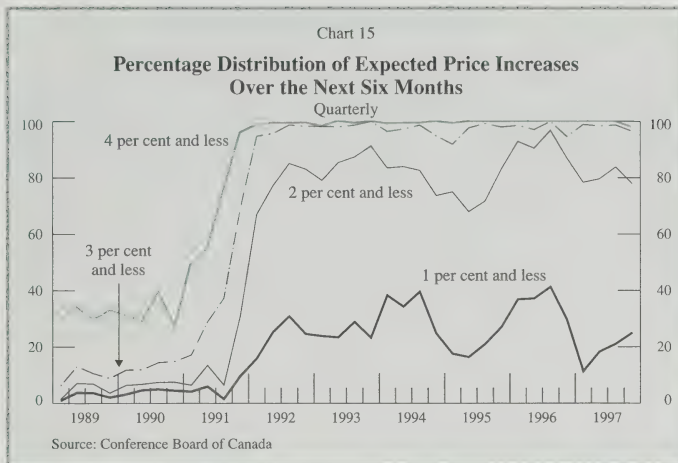
The anticipated modest rise in unit labour costs could be consistent with core inflation remaining in the bottom half of the target range this year.

Wage rates are expected to rise at a moderate rate through 1998 because of low price inflation and continued excess supply in the labour market. Productivity growth may edge down this year along with output growth, so unit labour costs may increase, but only modestly. Such an outlook for labour costs would be consistent with core inflation remaining in the lower half of the target range this year.

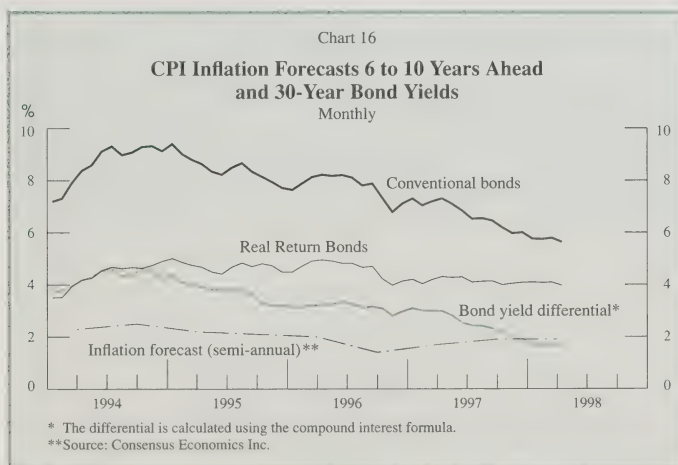
Measures of inflation expectations

Inflation expectations are still consistent with the inflation-control target range.

In the regular survey reported in the Conference Board's *December Index of Business Confidence*, 78 per cent of respondents continued to expect inflation to be 2 per cent or less over the near term. This is down slightly from 84 per cent in the September survey (Chart 15). A survey of private forecasters by the Department of Finance in February showed CPI inflation averaging 1.5 per cent this year and 1.7 per cent in 1999. More recent projections for 1998 average 1.3 per cent. Over the past six months, forecasters have revised their near-term projections downwards (2 per cent had been predicted for 1998 last September) in response to the unexpected decline in inflation observed in November and December and expectations that slack in the economy would take longer to be absorbed. Long-term inflation forecasts gathered by Consensus Economics Inc. are very close to the midpoint of the target range (Chart 16).



As the yield on conventional bonds has continued to decline, so has the differential between the yields on nominal and Real Return Bonds (Chart 16). Since November, this spread has fallen below 2 per cent, the midpoint of the current inflation-control target range. This should not be taken as a precise estimate of the expected rate of inflation because the yield spread is also affected by differences in secondary market liquidity and by the shifting portfolio needs and preferences of investors. Nevertheless, the decline in the nominal-real interest differential is clear evidence that the financial markets have increasing confidence in low inflation over a long horizon.

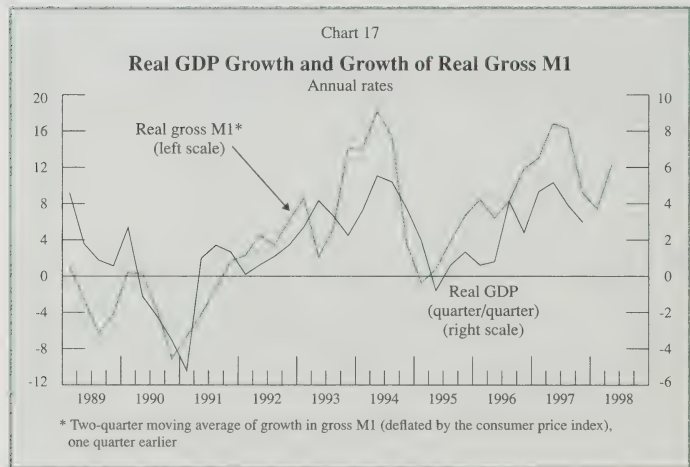


Monetary indicators

The monetary aggregates indicate robust output growth in 1998 and continued low inflation.

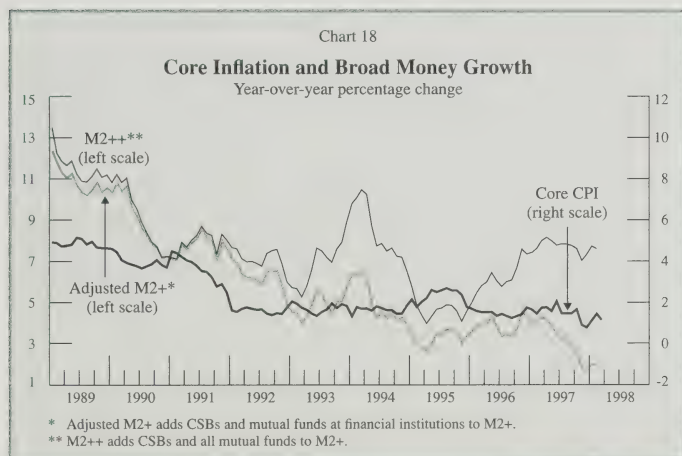
After slowing in the second half of 1997, the year-over-year growth of narrow money, M1, picked up in the first quarter of 1998.⁵ However, slowing is expected to resume in the second half of 1998 and to continue into 1999. An appreciable part of the surge since 1996 has been due to the introduction of more attractive interest rates paid on demand deposits and to the decline of other short-term interest rates in recent years. The portfolio shifts occasioned by these developments should now be almost complete. The Bank estimates that a long-run rate of increase in M1 of about 2 to 5 per cent would be consistent with inflation within the target range and growth at potential.

The current rate of M1 increase remains high enough to support robust growth of output, and declining excess capacity, in the first half of 1998 (Chart 17). As the chart shows, there has been a fairly close correspondence over the business cycle between changes in the real value of M1 and those in GDP about two quarters later.



5. An article in the spring 1998 issue of the *Bank of Canada Review* provides a more detailed review of the developments in the monetary aggregates.

Broad money represents a liquid store of value. The Canadian broad aggregates consist mainly of liquid assets held by the personal sector, and their behaviour may carry information about the value of planned outlays by households. In fact, broad money has, in the past, been a good indicator of short-term nominal spending and core inflation. But the enormous shift from deposits to mutual funds has rendered the previously accepted definitions obsolete. For the time being, we can only estimate a range for the underlying growth. An adjusted M2+ aggregate, which contains only mutual funds sponsored by deposit-taking financial institutions, provides a lower bound; the corresponding upper bound can be derived from a very broad aggregate M2++, which includes all mutual fund holdings. On this basis, underlying broad money growth over the past year is estimated at between 1 and 7 per cent (Chart 18). The Bank is engaged in research to provide a more precise measure within this band. As matters stand, the rates of increase recently experienced seem to be in line with continued low inflation.



Inflation projection

Three factors should put some upward pressure on core inflation. First, inflation expectations appear to be above the current rate of inflation. Second, some of the effect of the intense competitive pressures in the retail sector that has been putting downward pressure on inflation should wear off in coming months. Third, the recent depreciation of the Canadian dollar will tend to raise prices slightly.

At the same time, there are factors that lead us to expect core inflation to remain below the 2 per cent midpoint: slack in product and labour markets; continued growth in productivity that will limit rises in unit labour costs; and downward pressure on the prices of imports from East Asia.

Overall, we expect our measure of core CPI inflation to increase slightly over the balance of 1998. Our projection for the end of the year and the first half of 1999 is between 1½ and 2 per cent. None of the factors at work imply a persistent rise in the trend rate of inflation.

5. CONCLUSIONS

In last November's *Report*, it was concluded, based on the strength of the economic outlook at that time, that measured steps to moderate the degree of monetary stimulus would be required over the medium term to preserve low inflation and bring about a long-lasting expansion.

This *Report* continues to present the view that the underlying momentum of the Canadian economy is strong. However, in light of the impact of the Asian situation and lower commodity prices, the outlook is not quite as strong as had been expected. On the basis of the evidence currently available, the average annual rate of economic expansion through to the middle of 1999 is projected to be about $3\frac{1}{2}$ per cent.

Prospects for inflation are little changed. For the balance of 1998 and the first half of 1999, our measure of core CPI inflation is expected to rise slightly but to stay in the lower half of the inflation-control target range.

While the uncertainty surrounding the outlook is much greater than usual, the risks associated with it appear balanced. The main downside risks relate to developments in Asia and commodity prices. Offsetting these is evidence, particularly from the continuing strength of the U.S. economy and from the expansion of the narrow monetary aggregate, M1, in Canada, that the underlying momentum of the economy might be stronger than we expect.

When all these factors are considered, it is the Bank's judgment that between now and the next *Report*, monetary conditions in the recent range would be broadly appropriate in the absence of further shocks. This would be consistent with the above outlook of robust aggregate demand, the economy continuing to take up slack, and inflation inside the target range. Given the degree of uncertainty that is likely to persist over this period, monetary conditions may continue to fluctuate over a relatively wide range. Subsequently, if the underlying momentum of activity remains as strong as is currently expected, less-stimulative monetary conditions would be called for as the economy approaches and achieves full capacity.

*This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
Gordon Thiessen, Bernard Bonin, Charles Freedman, Paul Jenkins,
Tim Noël, and Sheryl Kennedy.*

APPENDIX

Inflation-Control Targets Extended*

Joint statement of the Government of Canada and the Bank of Canada

The objective of Canadian monetary policy is to contribute to sustainable economic expansion, high levels of employment, and rising standards of living. The best contribution monetary policy can make to these goals is through preserving confidence in the value of money by providing an environment of stable average prices. Accordingly, the Government of Canada and the Bank of Canada today reaffirmed that monetary policy in Canada will continue to be oriented towards achieving and maintaining price stability and announced that the current inflation-control targets will be extended until the end of 2001.

Targets for reducing inflation were adopted in February 1991. In December 1993, the government and the Bank of Canada agreed to extend the targets from the end of 1995 to the end of 1998 with the objective of holding inflation inside the range of 1 to 3 per cent. It was also agreed that the targets would be re-examined by the end of 1998 and that a new long-term target range consistent with price stability would be set at that time.

Since the initial adoption of these targets, considerable progress has been made in reducing inflation and maintaining it at a low level. Economic decisions are increasingly being made on expectations of a continuation of low inflation, and Canadians are beginning to experience the benefits from such an environment. For example, low inflation, together with the progress made by all levels of government in Canada to restore fiscal balance, has resulted in a substantial decline in interest rates, with medium- and long-term interest rates near their lowest level in decades. However, over the past several years, the Canadian economy has been through a difficult period of private and public sector restructuring, and the full benefits for economic performance from low inflation have yet to be realized.

* Press release, 24 February 1998

It would be helpful to have a longer period of time in which the economy demonstrated more fully its ability to perform well under conditions of low inflation before determining the appropriate long-run target consistent with price stability. Consequently, the Government of Canada and the Bank of Canada have agreed to extend the existing inflation-control targets, which are to hold inflation inside the range of 1 to 3 per cent, to the end of 2001. The government and the Bank plan to determine the long-run target for monetary policy before the end of 2001. Providing Canadians with such a long-term commitment will help to secure the benefits that a stable price environment can bring to the growth of incomes and employment in Canada.

Implementation of policy under the targets

The Bank will continue the current approach to implementing the targets, as set out in 1991 and developed over the years. This will include the following elements.

- The target will continue to be defined in terms of the 12-month rate of increase in the total CPI, and the operational guide for policy will continue to be the CPI excluding food and energy prices and adjusted for the effects of indirect tax changes, as before.
- Monetary policy actions will continue to focus on countering persistent upward or downward pressures on the trend rate of inflation, not temporary pressures that are expected to reverse, or one-off price level changes.
- In the case of large unforeseen shifts in supply or demand, inflation may temporarily move outside the target range. Monetary policy actions would then be directed to bringing the trend rate of inflation back towards the centre of the range over a period of about two years.
- More generally, since monetary actions have their effects on economic activity and inflation with long lags, policy actions must always be directed to responding to expected developments in inflation six to eight quarters in the future.
- The Bank of Canada will continue to report in its semi-annual *Monetary Policy Report* on inflation developments, actions to achieve the targets, and its assessment of the outlook for inflation in light of economic trends.

BIBLIOGRAPHY

- Bank of Canada. 1991. "Targets for reducing inflation: Announcements and background material." *Bank of Canada Review* (March): 3-21.
- _____. 1991. "Targets for reducing inflation: Further operational and measurement considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3-23.
- _____. 1993-1994. "Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on monetary policy objectives." *Bank of Canada Review* (Winter): 85-86.
- _____. 1998. "Inflation-Control Targets Extended." Press Release (24 February).
- _____. 1998. "Recent Developments in the monetary aggregates and their implications." *Bank of Canada Review* (Spring): 3-15.
- Canada. Department of Finance. 1998. *The Budget Plan 1998*. Ottawa: Public Works and Government Services Canada (February).
- _____. Statistics Canada. "Labour Force Information." Statistics Canada Catalogue No. 71-001-PPB (monthly). Ottawa: Public Works and Government Services Canada.
- Conference Board of Canada. 1997. *Compensation Planning Outlook 1998*.
- _____. 1998. *Index of Business Confidence* (Winter).
- _____. 1998. *Index of Consumer Attitudes* (Winter).
- Consensus Economics Inc. 1991-1997. *Consensus Forecasts*. Various issues.
- International Monetary Fund. 1997. *World Economic Outlook*. Washington, D.C. (October).
- _____. 1998. *World Economic Outlook*. Washington, D.C. (May).

BIBLIOGRAPHIE

- Banque du Canada (1991). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada*, mars, p. 3-21.
- (1991). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada*, septembre, p. 3-23.
- (1993-1994). « Déclaration du gouvernement et de la Banque du Canada au sujet des objectifs de la politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 85-86.
- (1998). « Prolongation de l'application des cibles de maîtrise de l'inflation », communiqué de presse, 24 février.
- (1998). « L'évolution récente des agrégats monétaires et ses conséquences », *Revue de la Banque du Canada*, printemps.
- Canada, ministère des Finances (1998). *Le plan budgétaire de 1998*, Ottawa, Travaux publics et Services gouvernementaux Canada, février.
- Statistique Canada. « Information population active », publication n° 71-001-PPB au catalogue (mensuel), Ottawa, Travaux publics et Services gouvernementaux Canada.
- Conference Board du Canada (1997). *Compensation Planning Outlook 1998*.
- (1998). *Indice de confiance des entreprises*, hiver.
- (1998). *Indice des attitudes des consommateurs*, hiver.
- Consensus Economics Inc. (1991-1997). *Consensus Forecasts*, divers numéros.
- Fonds monétaire international (1997). *Perspectives de l'économie mondiale*, Washington, D.C., octobre.
- (1998). *Perspectives de l'économie mondiale*, Washington, D.C., mai.

inflation. C'est pour cette raison que le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont convenu de prolonger jusqu'en 2001 l'application des cibles de maîtrise de l'inflation en vigueur, dont l'objet est de maintenir l'inflation dans une fourchette de 1 à 3 %. Ils comptent déterminer la cible à long terme de la politique monétaire avant la fin de 2001. En prenant un tel engagement à long terme auprès des Canadiens, le gouvernement et la Banque continueront à préserver les bienfaits que la stabilité des prix peut procurer à la croissance des revenus et à la création d'emplois au Canada.

Mise en œuvre de la politique monétaire dans le contexte des cibles

La Banque continuera, pour la mise en œuvre des cibles, de suivre l'approche qui a été définie en 1991 et perfectionnée par la suite, à savoir :

- Les cibles continueront d'être établies en fonction du taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global, et les mesures de politique monétaire demeureront fondées sur les variations de l'IPC hors aliments, énergie et effets des modifications des impôts indirects.

- Les mesures de politique monétaire continueront de viser à contrôler les pressions persistantes à la hausse ou à la baisse sur le taux tendanciel de l'inflation, et non les pressions passagères, qui sont appelées à s'estomper, ou les changements du niveau des prix dont les effets sur l'inflation sont temporaires.

- Il est possible, en présence d'importants mouvements non prévus de l'offre ou de la demande, que l'inflation sorte temporairement de la fourchette cible. Dans ce cas, les mesures de politique monétaire auront pour objet de ramener, en deux ans environ, le taux tendanciel de l'inflation vers le milieu de la fourchette.

- De façon plus générale, comme les mesures de politique monétaire ne se répercutent sur l'activité économique et l'inflation qu'après de longs délais, elles doivent toujours être prises de façon à réagir à l'évolution projetée de l'inflation dans six à huit trimestres.

- La Banque du Canada continuera, dans le *Rapport sur la politique monétaire* qu'elle publie tous les six mois, de faire le point sur l'évolution de l'inflation, les mesures prises pour atteindre les cibles fixées et les perspectives en matière d'inflation à la lumière de l'évolution de l'économie.

Prolongation de l'application des cibles de maîtrise de l'inflation*

Déclaration conjointe du gouvernement canadien et
de la Banque du Canada

La politique monétaire canadienne a pour objectif de favoriser une expansion économique durable, des taux d'emploi élevés et l'amélioration du niveau de vie. La meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter à la réalisation de ces buts est de préserver la confiance dans la valeur de la monnaie en créant un environnement dans lequel, en moyenne, les prix restent stables. Par conséquent, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont réaffirmé aujourd'hui que la politique monétaire au Canada continuera d'être axée sur l'atteinte et le maintien de la stabilité des prix et ont annoncé que les cibles actuelles de maîtrise de l'inflation seront maintenues jusqu'à la fin de 2001.

Les cibles de réduction de l'inflation ont été adoptées en février 1991. En décembre 1993, le gouvernement et la Banque du Canada ont décidé de continuer à poursuivre de telles cibles de la fin de 1995 à la fin de 1998, l'objectif étant de contenir l'inflation dans une fourchette de 1 à 3 %. Les deux autorités ont également convenu que ces cibles seraient réexaminées avant la fin de 1998 et qu'une nouvelle fourchette à long terme compatible avec la stabilité des prix serait arrêtée à ce moment.

Depuis l'adoption des cibles, des progrès considérables ont été faits aux chapitres de la réduction de l'inflation et de son maintien à un bas niveau. Les agents économiques fondent de plus en plus leurs décisions sur la persistance de faibles taux d'inflation, et les Canadiens commencent à ressentir les bienfaits que procure un tel environnement. Par exemple, conjuguée aux progrès réalisés par tous les piliers de gouvernement en matière d'assainissement des finances publiques, la faiblesse de l'inflation a donné lieu à la baisse des taux d'intérêt qui, pour le moyen et le long terme, s'établissent près de leurs niveaux les plus bas depuis des décennies. L'économie canadienne traverse toutefois, depuis plusieurs années, une difficile période de restructuration dans les secteurs privé et public, et les avantages que procure un faible taux d'inflation ne sont pas encore manifestes pleinement dans la tenue de l'économie. Il serait utile, avant de déterminer quelle cible à long terme est compatible avec la stabilité des prix, de laisser s'écouler une plus longue période pendant laquelle l'économie aura mieux fait la preuve qu'elle peut bien fonctionner dans un climat de faible

5. CONCLUSIONS

Dans la livraison du *Rapport* de novembre dernier, nous avions conclu, à la lumière des perspectives économiques encourageantes du moment, qu'il serait nécessaire à moyen terme, d'atténuer l'effet stimulant des conditions monétaires, en procédant à pas mesurés, pour faire en sorte que l'inflation se maintienne à un bas niveau et que l'expansion économique soit durable.

La Banque continue de croire que l'économie canadienne est fondamentalement vigoureuse. Cependant, compte tenu des retombées de la crise asiatique et de la baisse des prix des produits de base, les perspectives ne sont pas tout à fait aussi favorables qu'on l'avait prévu. D'après les éléments dont nous disposons à l'heure actuelle, le rythme annuel moyen de l'expansion économique devrait s'établir à environ 3 1/2 % jusqu'au milieu de 1999.

Les perspectives en matière d'inflation ont peu changé. L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait légèrement augmenter d'ici la fin de 1998 et au cours des six premiers mois de 1999, mais quand même se maintenir dans la moitié inférieure de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation. Même si l'incertitude entourant les perspectives d'évolution de

L'économie est bien plus grande qu'à l'ordinaire, les risques à cet égard semblent s'équilibrer. Les risques d'un recul de l'activité tiennent principalement à la situation en Asie et à l'évolution des prix des produits de base. Cependant, certains facteurs – notamment le dynamisme continu de l'économie américaine et l'essor de l'agrégat monétaire au sens étroit M1 au Canada – donnent à penser que l'économie canadienne pourrait être fondamentalement plus robuste que prévu.

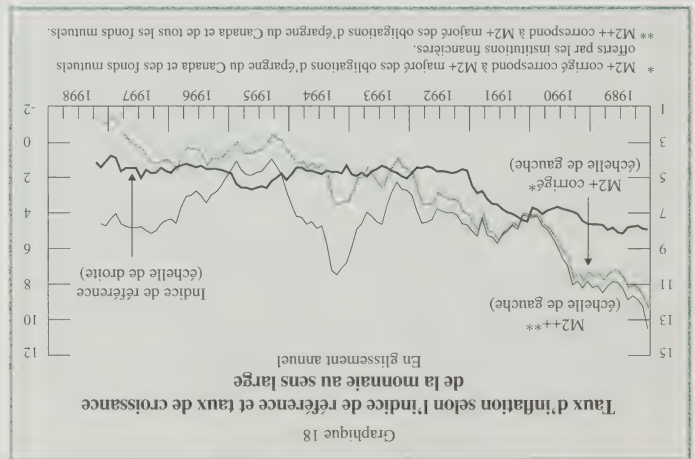
En tenant compte de tous ces facteurs, et si aucun nouveau choc ne se produit, la Banque est d'avis que le maintien, d'ici la publication du prochain *Rapport*, des conditions monétaires à l'intérieur de la fourchette où elles se sont récemment situées serait approprié dans l'ensemble et cadrerait avec la vigueur attendue de la demande globale, l'absorption continue des ressources inutilisées et un taux d'inflation se situant à l'intérieur de la fourchette cible. Étant donné le degré d'incertitude susceptible de persister au cours de la période, les conditions monétaires pourraient à nouveau afficher des fluctuations relativement importantes. Par la suite, si l'activité économique demeure fondamentalement aussi forte qu'on le prévoit maintenant, des conditions monétaires moins expansionnistes s'imposeraient à mesure que l'économie se rapprocherait des limites de sa capacité et réaliserait son plein potentiel.

En somme, nous nous attendons à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence s'accroisse légèrement d'ici la fin de l'année. Nous prévoyons pour la fin de 1998 et le premier semestre de 1999 un taux d'inflation de 1 1/2 à 2 %. Aucun des facteurs à l'œuvre ne donne à penser que le taux de l'inflation tendanciellement va s'accroître année après année.

Parallèlement, d'autres facteurs donnent à penser que l'inflation mesurée par l'indice de référence se maintiendra au-dessous de 2 %, le point médian de la fourchette cible : ce sont l'existence de ressources inutilisées dans l'appareil de production et sur le marché du travail, la croissance continue de la productivité, qui contribuera à limiter la montée des coûts unitaires de main-d'œuvre, et les pressions à la baisse exercées sur les prix des produits importés d'Asie de l'Est.

Trois facteurs devraient engendrer des pressions à la hausse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence. Premièrement, le taux d'inflation attendu semble se situer à un niveau supérieur au taux d'inflation actuel. Deuxièmement, les effets de l'intensification de la concurrence dans le commerce de détail, laquelle a poussé l'inflation à la baisse, devraient s'estomper en partie au cours des prochains mois. Troisièmement, la dépréciation récente du dollar canadien entraînera vraisemblablement une légère hausse des prix.

Les prévisions relatives à l'inflation



L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait demeurer dans la fourchette cible de maîtrise de l'inflation.



La monnaie au sens large représente une réserve liquide de valeur. Au Canada, les agrégats au sens large se composent principalement des avoirs liquides détenus par les particuliers, leurs fluctuations peuvent donc renseigner sur le niveau des dépenses prévues par les ménages. De fait, la monnaie au sens large a constitué dans le passé un bon indicateur de la dépense nominale à court terme et de l'inflation tendancielle. Cependant, le déplacement massif des capitaux, des dépôts vers les fonds mutuels, a rendu caduques les définitions acceptées précédemment. Pour le moment, nous ne pouvons qu'estimer la plage des valeurs que pourrait prendre le taux de croissance sous-jacent de la monnaie au sens large. La limite inférieure de cette plage pourrait être l'agrégat M2+ corrigé (qui ne comprend que les fonds mutuels offerts par les institutions de dépôt), et la limite supérieure, un agrégat au sens très large, M2++ (qui englobe l'ensemble des fonds mutuels). Selon les estimations que nous obtenons ainsi, la monnaie au sens large se serait accrue à un rythme compris entre 1 et 7 % au cours des douze derniers mois (Graphique 18). La Banque effectue des recherches en vue de définir une mesure plus précise de la croissance de la monnaie à l'intérieur de cette plage. Tout compte fait, les taux de croissance observés récemment semblent compatibles avec le maintien de l'inflation à de bas niveaux.

Le rendement des obligations classiques (à rendement nominal) a continué de diminuer, et il en est allé de même pour l'écart de rendement entre ces obligations et les obligations à rendement réel (Graphique 16). Depuis novembre, cet écart est descendu sous les 2 %, le point médian de l'actuelle fourchette cible de maturité de l'inflation. On ne doit cependant pas considérer l'écart de rendement comme une estimation précise du taux d'inflation attendu, car il est influencé également par les différences de liquidité du marché secondaire et par les préférences et les besoins changeants des investisseurs en ce qui concerne la composition de leur portefeuille. Néanmoins, la réduction de l'écart entre le taux d'intérêt nominal et le taux d'intérêt réel montre clairement que les marchés financiers croient de plus en plus que l'inflation demeurera faible à long terme.

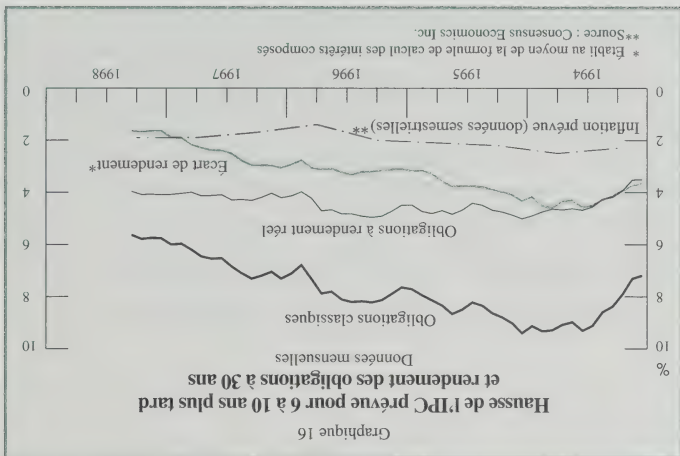
Les indicateurs monétaires

Après avoir fléchi au second semestre de 1997, le taux de croissance en glissement annuel de l'agrégat monétaire au sens étroit, M1, s'est inscrit en hausse au premier trimestre de 1998. On s'attend toutefois à ce que la progression de M1 recommence à ralentir au deuxième semestre de 1998 et à ce que ce ralentissement se poursuive en 1999. La vive cadence à laquelle M1 s'est accru depuis 1996 tient en bonne partie à la rémunération plus attrayante offerte sur les dépôts à vue et à la chute qu'ont subie les autres taux d'intérêt à court terme ces dernières années. Les déplacements de fonds qu'ont occasionnés ces facteurs devaient maintenant être presque terminés. La Banque estime qu'un taux d'accroissement de M1 d'environ 2 à 5 % à long terme serait compatible avec le maintien de l'inflation à l'intérieur de la fourchette cible et avec une croissance en situation de pleine utilisation des capacités de production.

Le rythme d'expansion qu'affiche actuellement M1 demeure suffisamment élevé pour soutenir une croissance vigoureuse de la production et une diminution des capacités excédentaires pendant le premier semestre de 1998. Le Graphique 17 fait ressortir un lien assez étroit, au cours du cycle économique, entre les fluctuations de la valeur réelle de M1 et les variations enregistrées par le PIB environ deux trimestres plus tard.

5. La livraison du printemps 1998 de la *Revue de la Banque du Canada* renferme un article plus détaillé sur l'évolution des agrégats monétaires.

à 1,3 % le taux moyen pour 1998. Au cours des six derniers mois, les prévisionnistes ont révisé à la baisse leurs estimations du taux d'inflation attendu à court terme (qui, en septembre dernier, se situait à 2 % pour l'année 1998) à la lumière du recul impévu du taux d'inflation observé en novembre et en décembre et parce qu'il semble maintenant que les capacités inutilisées dans l'économie seront absorbées moins rapidement qu'on ne s'y attendait auparavant. Les prévisions à plus long terme relatives à l'inflation recueillies par Consensus Economics Inc. s'établissent très près du point médian de la fourchette cible (Graphique 16).



Les facteurs temporaires qui influent sur l'inflation

Tandis qu'un certain nombre de changements structurels continuent de s'opérer dans le secteur du commerce de détail, l'ampleur des rabais consentis ces derniers temps pourrait s'atténuer un peu d'ici la fin de 1998. Les mouvements récents des monnaies asiatiques pourraient toutefois entraîner certaines baisses des prix – surtout ceux des véhicules automobiles et d'autres biens durables, des vêtements et des chaussures – à mesure que les détaillants se tourneront vers des sources d'approvisionnement moins chères. Par contre, la dépréciation qu'a connue récemment le dollar canadien par rapport au dollar américain exercera des pressions à la hausse sur les prix d'un bon nombre de produits importés au cours des 12 à 24 prochains mois. Tout bien considéré, l'influence nette de ces facteurs temporaires sur l'indice de référence devrait être faible, voire nulle, les mois à venir.

La maîtrise des coûts

Les taux de rémunération devraient augmenter à un rythme modéré en 1998 en raison de la faible montée des prix et de la situation d'offre excédentaire qui subsiste sur le marché du travail. La croissance de la productivité pourrait ralentir cette année, de pair avec celle de la production, ce qui pourrait entraîner un relèvement, modeste toutefois, des coûts unitaires de main-d'œuvre. Une telle perspective est compatible avec le maintien de l'inflation mesurée par l'indice de référence dans la moitié inférieure de la fourchette cible au cours de 1998.

Les mesures des attentes relatives à l'inflation

Les résultats de l'enquête régulière du Conference Board sur la confiance des entreprises canadiennes qui ont été publiés en décembre révélèrent que 78 % des répondants s'attendaient toujours à ce que l'inflation se situe à 2 % ou moins à court terme; il s'agit d'une légère baisse par rapport aux conclusions de l'enquête de septembre, alors que le pourcentage s'élevait à 84 % (Graphique 15). Selon une enquête menée en février par le ministère des Finances auprès de prévisionnistes du secteur privé, le taux d'inflation mesuré par l'IPC global devrait s'établir en moyenne à 1,5 % cette année et à 1,7 % en 1999. Des projections plus récentes établissent

Les attentes en matière d'inflation cadrent toujours avec la fourchette cible de maîtrise de l'inflation.

L'influence modeste attendue des coûts unitaires de main-d'œuvre est compatible avec le maintien de l'inflation mesurée par l'indice de référence dans la moitié inférieure de la fourchette cible en 1998.

Dans l'ensemble, on s'attend à ce que la progression des exportations canadiennes se ralentisse cette année étant donné que la situation en Asie et la décelération prévue de l'économie américaine contrebalanceront amplement l'impulsion émanant de la dépréciation récente du taux de change. Les diminutions des cours des produits de base survenues récemment devraient entraîner de nouvelles baisses de production dans les usines ou les mines où les coûts de production sont élevés. Le volume des exportations des produits de base pourrait s'en ressentir à court terme tant que le renchérissement attendu de ces produits ne se sera pas matérialisé.

Au Canada, à la faveur du bas niveau des taux d'intérêt à moyen et à long terme, les investissements des entreprises devraient demeurer assez fermes en 1998. Les dépenses en immobilisations seront aussi stimulées par la reconstruction des réseaux de transport et de distribution de l'électricité détruits par la tempête de verglas qui s'est abattue sur l'est du pays. Dans l'ensemble, toutefois, l'augmentation des investissements des entreprises sera probablement moins prononcée qu'elle ne l'avait été en 1996 et 1997 car l'avancement de certains projets d'exploitation de ressources naturelles sera freiné par les baisses récentes des cours des produits de base. Les investissements en stocks devraient accuser un recul à mesure que certains détaillants rééquilibreront leurs stocks.

On s'attend à ce que de nouvelles hausses des emplois à plein temps, les bas taux d'intérêt et l'accroissement de la demande de secteur privé alimentent fortement la croissance de la demande de biens de consommation et de logements par les ménages. Il se pourrait cependant que les dépenses de consommation soient moins vigoureuses dans la mesure où une bonne part de la demande refoulée de biens de consommation durables et de loge-

ments a déjà été satisfaite.

Sur la foi des données dont elle dispose actuellement, la Banque prévoit que la croissance de l'activité économique se maintiendra autour de 3 1/2 % (en chiffres annuels) tout au long de 1998 et jusqu'au milieu de 1999. Le taux de progression annuel implicite pour 1998 est aussi de 3 1/2 % en moyenne, soit un peu plus que la moyenne des plus récentes prévisions du secteur privé, qui a été ramenée à 3,3 %. La Banque est d'avis que l'économie canadienne devrait s'approcher au cours de 1999 de ce que l'on estime à l'heure actuelle être la pleine utilisation des capacités de production. Étant donné l'imprécision qui caractérise ce type d'estimation, la Banque suivra de près les indicateurs susceptibles de la renseigner sur les capacités de production de l'économie. Les capacités de production excédentaires et les ressources inutilisées sur le marché du travail devraient toutefois continuer d'exercer des pressions à la baisse sur l'inflation pendant le restant de l'année.

Les baisses de produits de base devraient limiter la croissance des exportations...

et la poursuite des investissements des entreprises cette année.

De nouveaux gains au chapitre de l'emploi et les bas taux d'intérêt devraient toutfois stimuler une forte croissance de la demande des ménages.

La Banque prévoit une expansion moyenne d'environ 3 1/2 % jusqu'au milieu de 1999.

correction anticipée des niveaux des stocks devrait aussi modérer quelque peu la croissance.

L'inflation aux Etats-Unis, mesurée par l'IPC hors alimentation et énergie, a été stable, avoisinant 2,2 % depuis septembre dernier. Même si la vigueur du dollar américain devrait exercer encore de modestes pressions à la baisse sur l'inflation d'ici la fin de 1998, l'intensification récente des pressions sur les salaires pourrait pousser l'inflation à la hausse en 1999.

Les conditions monétaires se sont resserrées davantage chez nos voisins du Sud depuis le milieu de 1997 en raison de l'appréciation du dollar E.-U. Le bas taux d'inflation et les conséquences attendues de la crise asiatique sur l'économie américaine ont contribué à maintenir la stabilité des taux à court terme. Toutefois, à moins que la crise n'exerce à plus long terme un effet modérateur prononcé sur cette économie, la Réserve fédérale pourrait se voir forcée de relever les taux d'intérêt pour contrer une montée des pressions inflationnistes.

L'évolution de la situation au Mexique a également été positive. La croissance économique s'est établie à 7 % en moyenne en 1997 et devrait demeurer robuste cette année.

Dans les grands pays européens, le profil de l'activité économique a été contrasté. La croissance au Royaume-Uni a commencé à se ralentir en réaction au durcissement antérieur des conditions monétaires et à l'intensification des restrictions budgétaires. La demande intérieure s'est raffermie en France et en Italie alors qu'elle est demeurée relativement faible en Allemagne. Compte tenu de l'accélération attendue de l'activité économique en Europe continentale au premier semestre de 1998, les perspectives d'ensemble de l'Europe pour l'année sont très encourageantes. L'économie du Japon ne s'est pas vraiment relevée au second semestre de 1997 de la forte contraction qu'elle avait connue au deuxième trimestre. L'Etat est intervenu vigoureusement pour reconstituer le capital des institutions financières, et il envisage d'adopter de nouvelles mesures budgétaires. Malgré cela, on entrevoit peu d'amélioration cette année en raison des séquelles de la crise asiatique, de la fragilité du secteur financier et du peu de confiance affichée par les consommateurs et les entreprises. La conjoncture au Japon est en voie de devenir la principale source d'incertitude pour l'économie mondiale.

Les cours internationaux des produits de base devaient se redresser légèrement au deuxième semestre de 1998. La réduction prévue des capacités excédentaires à l'échelle mondiale, conjuguée au renversement de ce qui pourrait avoir été une surréaction à la baisse sur les marchés des produits de base, devrait contribuer au raffermissement des prix des matières industrielles.

.. alors que l'expansion
en Europe devrait
s'accélérer.

La tenue de l'économie
japonaise ne devrait
autre s'améliorer.

Note technique 4

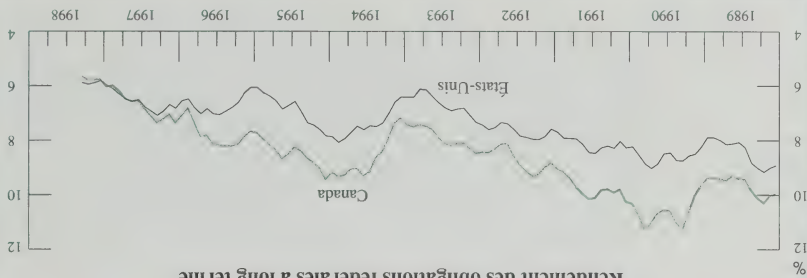
La baisse des taux d'intérêt à long terme

Les taux d'intérêt à long terme canadiens ont accusé une forte baisse. Depuis le début de 1995, le rendement des obligations à long terme du gouvernement canadien, illustré au graphique ci-dessous, est passé de plus de 9 % à environ 5 3/4 %, le plus bas taux enregistré depuis les années 60. Les rendements observés aux États-Unis et dans les autres pays développés ont aussi diminué, mais à un degré moindre. L'écart négatif persistant entre les taux canadiens et leurs pendantes américains, qui est apparu l'an dernier, n'avait jamais été observé auparavant.

Deux facteurs ont joué un rôle déterminant dans l'amélioration de cet écart. Premièrement, une longue période de faible inflation a raffermi la confiance dans la valeur à long terme des avoirs en dollars canadiens. La cible explicite établie en matière de politique monétaire concrétise pour les détenteurs d'obligations l'engagement ferme des autorités envers le maintien d'un bas taux d'inflation. Deuxièmement, l'élimination rapide des déficits par les administrations publiques canadiennes a apaisé certaines inquiétudes profondes. Les importants déficits accumulés durant de nombreuses années et la probabilité qu'ils se poursuivissent avaient suscité des craintes, au sujet notamment du niveau d'imposition et de l'incidence de celui-ci, de la canalisation de l'épargne vers des usages moins productifs, de l'accroissement des engagements extérieurs, qui risquait de miner la valeur du dollar canadien, et de la possibilité qu'un gouvernement adopte une politique inflationniste à l'avenir afin d'alléger le fardeau de la dette. Aussi l'assainissement rapide des finances publiques explique-t-il en grande partie l'ampleur de la baisse des rendements obligataires au pays et le rythme auquel elle s'est produite. Bien que le niveau d'endettement et les paiements d'intérêts qui y sont liés restent très élevés, le maintien de la situation budgétaire actuelle devrait faire en sorte que le ratio de la dette publique au PIB baisse graduellement et, du même coup, le fardeau du service de la dette.

L'atténuation de l'incertitude entourant l'avenir politique du Québec durant une bonne partie de la période écoulée depuis le référendum de 1995 a aussi contribué au dynamisme du marché obligataire canadien. La baisse des coûts de financement à long terme est bénéfique pour l'ensemble du Canada. Elle encourage l'acquisition d'actifs à long terme et entraîne une hausse de la valeur des actifs et une diminution des paiements d'intérêts effectués par les administrations publiques. Compte tenu de la taille considérable de la dette extérieure nette, le revenu national s'améliore à mesure que les paiements d'intérêts à l'étranger baissent. Les politiques monétaire et budgétaire étant saines, les taux d'intérêt à long terme devraient rester faibles, même lorsque les taux à court terme augmentent. C'est d'ailleurs ce qui s'est produit depuis novembre, le repli des rendements obligataires se poursuivant malgré un relèvement des taux à court terme.

Rendement des obligations fédérales à long terme



enseignements utiles sur les fluctuations futures de la production, ainsi, un aplatissement a souvent été suivi d'un ralentissement de la croissance au cours des dernières années rendement obligataires survenu au cours des dernières années s'explique en grande partie toutefois par l'altération des attentes d'inflation et la baisse des primes de risque. Ce dernier facteur pour effet de stimuler l'activité économique (Note technique 4).

4. LES PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'INFLATION

Dans l'évaluation qu'elle fait de la trajectoire probable que suivra l'inflation au cours des deux prochaines années, la Banque surveille étroitement le niveau actuel et prévu de l'offre ou de la demande globale excédentaire, les indicateurs des attentes relatives à l'inflation et le rythme d'expansion de la masse monétaire. Elle examine tous les facteurs importants, tant externes qu'internes, qui pourraient avoir une incidence sur l'évolution de la demande et de l'offre globales.

La demande et l'offre globales

Les retombées de la crise asiatique sur l'économie mondiale et les fortes diminutions des cours des produits de base imputables à cette crise ainsi qu'à d'autres causes constituent un choc externe important pour l'économie canadienne. Toutefois, les répercussions de ce choc sont en partie compensées par certains facteurs favorables. En réaction à la crise en Asie et à une amélioration des perspectives en matière d'inflation, les taux d'intérêt à moyen et à long terme se sont inscrits en baisse dans les principaux pays industriels, dont le Canada. Ces baisses de taux ont aussi fait grimper la valeur des actions; c'est donc dire que l'évolution récente des marchés financiers contribue à soutenir la demande dans de nombreux pays industriels. En outre, et peut-être est-ce là le facteur le plus important, la tenue de l'économie américaine est demeurée supérieure aux attentes.

L'expansion de la demande globale aux États-Unis a été étonnamment vigoureuse durant toute l'année 1997, dépassant la croissance estimée des capacités de production. Bien que l'économie américaine soit restée plus dynamique que prévu au premier trimestre de 1998, la progression du PIB réel devrait ralentir cette année pour s'établir à un rythme plus soutenable, à mesure que le volume net des exportations reculera sous l'effet d'une perte de compétitivité et de la faiblesse de la demande en Asie. La

L'expansion devrait continuer d'être vigoureuse car le choc provoqué par la crise asiatique est en partie compensé par certains facteurs favorables.

La croissance économique aux États-Unis devrait ralentir pour s'établir à un rythme plus soutenable.

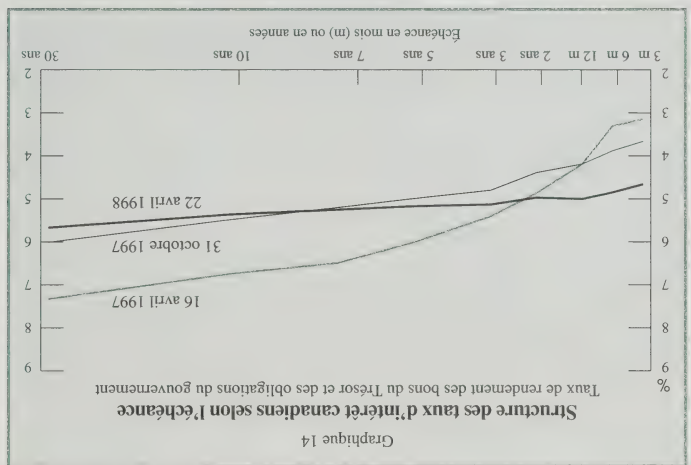
monnaies des pays du Groupe des Dix que vis-à-vis du dollar E.-U.

pris séparément :

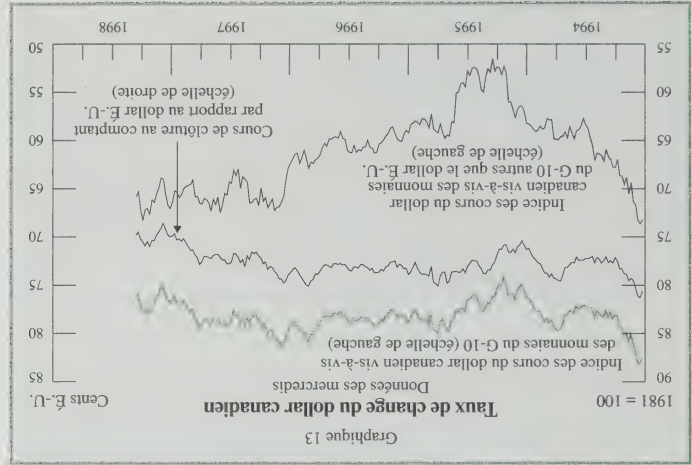
Les marchés obligataires d'un grand nombre de pays du Groupe des Dix, dont le Canada, ont connu une grande vigueur attribuable, d'une part, à l'amélioration des perspectives en matière d'inflation et, d'autre part, aux sorties de capitaux d'Asie. Malgré la hausse des taux d'intérêt à court terme pratiqués au Canada, les taux de rendement des obligations canadiennes ont touché de nouveaux creux. De plus, l'écart entre les taux à long terme canadiens et leurs pendantes américains est demeuré négatif, en dépit de l'attrait, comme valeur refuge, des avoirs libellés en dollars américains.

Le relèvement des taux d'intérêt à court terme et le recul des taux à long terme ont entraîné une modification de la courbe de rendement, dont la pente s'est progressivement aplanie (Graphique 14). Par le passé, la pente de cette courbe a fourni des

... et la réduction des
primes de risque stimule
fortement l'activité
économique.

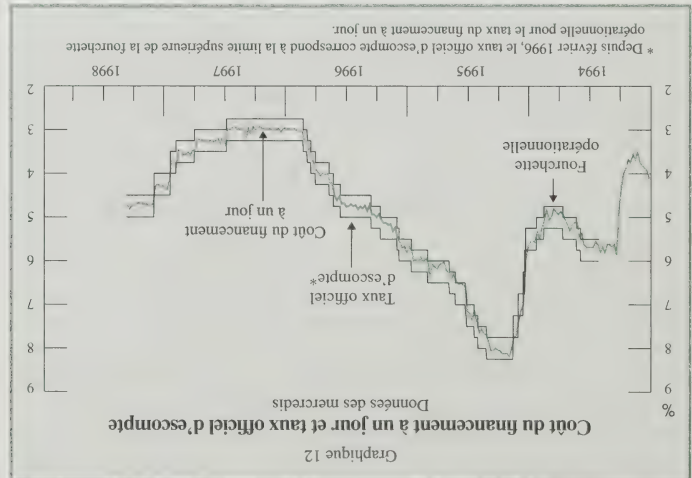


4. Le dollar canadien a fortement augmenté par rapport aux monnaies de l'Asie du Sud-Est et de la Corée, mais l'incidence de cette appréciation sera en grande partie annulée par l'augmentation appréciable de l'inflation qu'ont connue la plupart des pays de cette région. Qui plus est, nos échanges avec ces pays sont relativement modestes. Par conséquent, lorsqu'on tient compte des écarts d'inflation entre le Canada et d'autres pays, les variations du cours du dollar canadien pondéré en fonction des échanges commerciaux sont à peu près les mêmes, que l'on utilise l'indice des monnaies du Groupe des Dix ou un indice incluant un plus large éventail de monnaies asiatiques et d'Amérique latine. Les pays considérés dans la construction de l'indice plus large sont, outre ceux du Groupe des Dix, l'Australie, la Nouvelle-Zélande, la Chine, Hong Kong, la Corée, la Malaisie, Singapour, la Thaïlande, l'Indonésie, Taïwan, l'Argentine, le Brésil, le Chili et le Mexique.



Par suite de la montée des taux d'intérêt, le dollar canadien s'est redressé par rapport au creux record de 68,10 cents E.-U. Il a néanmoins perdu 1 1/2 % environ sur l'ensemble du dernier semestre par rapport au dollar E.-U. La vigueur persistante de la devise américaine comparative-ment à toutes les grandes monnaies au cours de la période s'explique par le dynamisme de l'économie des États-Unis et reflète également le déplacement des capitaux vers le marché des actifs financiers les plus liquides au monde, en réaction à la tour-mente qui secouait les économies asiatiques. Par conséquent, le dollar canadien s'est moins déprécié par rapport à l'ensemble des

Le dollar canadien a affiché un comportement contrasté au cours des six derniers mois; il s'est déprécié par rapport au dollar E.-U., mais s'est apprécié vis-à-vis des monnaies des pays d'ensemble.



canadienne semblent n'avoir pas été pris en considération par les marchés, en particulier la vigueur persistante de l'économie américaine, ainsi que les fortes baisses des taux d'intérêt à moyen et long terme. La Banque a donc été amenée à relever à trois occasions le taux officiel d'escompte, qui a augmenté de 125 points de base au total. Ces relèvements visaient à la fois à contrer l'assouplissement non souhaité des conditions monétaires et à prévenir une éventuelle perte de confiance dans les avoirs libellés en dollars canadiens.

Les facteurs à l'œuvre expliquent la volatilité considérable des conditions monétaires au cours des six derniers mois, volatilité dont témoignent les fluctuations relativement importantes qu'a affichées l'indice des conditions monétaires (ICM) de la Banque (Graphique 11). Vers la fin de janvier, il a touché un creux de -6,2. Depuis, il a varié entre -4,5 et -5,5, ce qui signifie que, par suite de l'augmentation des taux d'intérêt à court terme, les conditions monétaires ont été un peu moins souples que pendant la majeure partie de 1997; elles avaient été en effet très expansionnistes durant cette période, l'indice oscillant entre -5,0 et -6,0.

Les conditions monétaires ont accusé de grandes fluctuations et ont été en moyenne légèrement moins expansionnistes au cours de la période.



Les trois relèvements effectués ont porté le taux officiel d'escompte de 3,75 à 5 % (Graphique 12). La première hausse, de 25 points de base, est survenue le 25 novembre et elle a été suivie de deux relèvements de 50 points de base chacun le 12 décembre et le 30 janvier. Les taux de rendement à court terme ont augmenté au même rythme. Les taux à court terme n'ayant guère varié aux États-Unis, l'écart entre les taux canadiens à trois mois et leurs pendantes américains a diminué, mais les taux à court terme pratiqués au Canada restent inférieurs de quelque 60 à 70 points de base aux taux américains.

Note technique 3 La crise asiatique

La tourmente qui a secoué les économies d'Asie peut s'expliquer en grande partie par des faiblesses structurelles fondamentales et par l'apparition d'importants déséquilibres d'ordre macroéconomique et financier. Les cinq pays les plus durement touchés sont la Corée, l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines et la Thaïlande. Depuis la mi-1997, le cours de la monnaie indonésienne a dégringolé d'environ 70 % par rapport au dollar américain, tandis que les monnaies des autres pays touchés ont perdu de 30 à 35 % de leur valeur. Les cours boursiers sur les marchés asiatiques ont reculé de 20 % ou plus (en monnaie locale) durant cette période. Après avoir connu plusieurs années de croissance très rapide, l'activité économique dans cette région du globe devrait nettement ralentir en 1998. À plus long terme, si des mesures sont prises afin de renforcer le secteur financier, d'améliorer la conduite des affaires et d'accroître le rôle des forces du marché, ces économies devraient à nouveau se classer parmi celles qui croissent le plus rapidement au monde.

La crise asiatique aura des répercussions diverses sur les économies des pays industrialisés. Ainsi, la baisse de régime des économies d'Asie et la dépréciation des cours de leurs monnaies se traduiront par une réduction de leur demande d'importations. En outre, l'amélioration de la position concurrentielle des exportateurs asiatiques entraînera probablement une substitution des biens fabriqués en Asie aux biens produits dans le monde industrialisé. La crise contribuera aussi au fléchissement des prix mondiaux des produits de base, les pays d'Asie réduisant leur demande d'importations tout en augmentant leur production intérieure. La baisse des prix de ces produits provoquera à son tour un recul de l'inflation tendancielle observée et attendue partout dans le monde.

Dans la dernière livraison des *Perspectives de l'économie mondiale*, le FMI prévoit pour 1998 un taux de croissance inférieur de 1,2 point de pourcentage à celui qui avait été avancé en septembre 1997 pour l'ensemble de l'économie mondiale. Les révisions à la baisse les plus importantes concernent le Japon et les économies d'Asie nouvellement industrialisées. Les retombées négatives de la crise asiatique seront compensées en partie par des facteurs favorables, par exemple l'essor soutenu de l'économie américaine. On s'attend à ce que la croissance dans les pays du Groupe des Sept (G-7) pour l'année 1998 ne soit inférieure que de 0,2 point de pourcentage à celle qui avait été prévue avant la crise asiatique.

Prévisions relatives à la croissance du PIB réel pour 1998

	Prévisions de septembre 1997	Prévisions d'avril 1998
États-Unis	2,6	2,9
Japon	2,1	0,0
Allemagne	2,8	2,5
Pays du Groupe des Sept	2,5	2,3
Économies d'Asie nouvellement industrialisées*	6,0	1,8
Économies d'Asie en développement**	7,4	4,4
Monde	4,3	3,1

Source : *Perspectives de l'économie mondiale* (FMI), octobre 1997 et mai 1998
*Hong Kong, Corée, Singapour et Taïwan
**Asie, sans le Japon et les économies nouvellement industrialisées

3. LA RÉALISATION DES CIBLES DE MAÎTRISE DE L'INFLATION

La Banque cherche à ce que les conditions monétaires suivent une trajectoire qui amènera au fil du temps le taux de l'inflation tendanciellement vers le centre de la fourchette cible. Pour déterminer cette trajectoire, la Banque se fonde sur diverses sources d'information au sujet des facteurs qui influenceront la tendance de l'inflation et dont le plus important est l'évolution attendue du niveau de la demande globale par rapport à l'offre potentielle de l'économie. Comme l'évolution future de ces variables est incertaine, la Banque ne recherche pas pour le niveau des conditions monétaires un chiffre donné, mais plutôt une fourchette d'évolution qu'elle juge satisfaisante. La trajectoire des conditions monétaires souhaitée peut varier au gré des nouveaux renseignements obtenus et des perceptions quant au profil d'évolution probable de la dépense et à ses répercussions sur l'inflation future. Il peut être très difficile de cerner l'incidence de chocs d'origine externe ou interne sur l'économie canadienne. C'est pourquoi la Banque a parfois intérêt à attendre d'en savoir plus avant d'arrêter une nouvelle trajectoire pour les conditions monétaires. Il arrive donc que celles-ci affichent entre-temps des fluctuations d'assez forte amplitude sans que la Banque ne réagisse.

Dans la livraison de novembre dernier du *Rapport*, la Banque a attiré l'attention sur la réorption anticipée de l'écart de production au cours des prochains trimestres et sur la nécessité implicite qu'il y a de modérer, à moyen terme, l'essor donné à l'économie par les conditions monétaires. Elle y a également fait état de l'évolution de la situation en Asie et indiqué qu'il faudrait suivre de près les effets que celle-ci pourrait avoir sur l'économie canadienne.

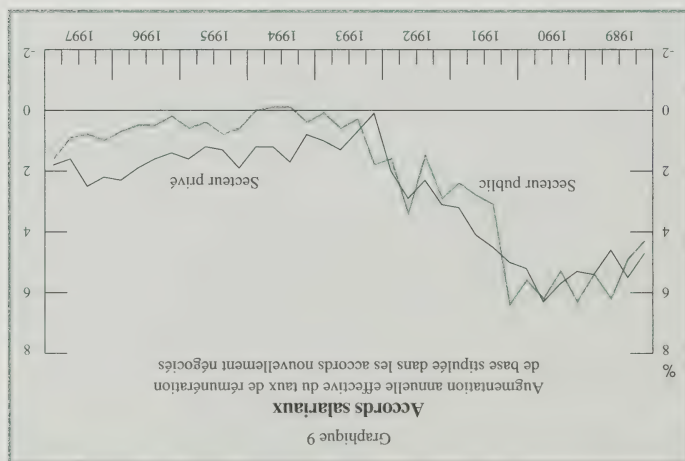
La crise en Asie du Sud-Est s'étant envenimée et propagée à la Corée (Note technique 3), les marchés financiers et les observateurs ont eu tendance à envisager le pire. En raison du pessimisme quant à l'incidence de la crise asiatique sur les marchés des produits de base et sur l'économie canadienne et de la ruée vers les actifs libellés en dollars E.-U. observée à l'échelle mondiale, l'attrait relatif des actifs en dollars canadiens a diminué. Cet état de choses a été aggravé par des épisodes de nervosité tenant à l'évolution politique au Québec. Qui plus est, les marchés ne savaient pas avec certitude comment les autorités monétaires allaient réagir à ces nombreux événements. Tous ces facteurs ont rendu les marchés financiers canadiens volatils et provoqué à plusieurs reprises de fortes pressions à la baisse sur le dollar canadien. Pour la Banque, la dépréciation de notre monnaie qui en a résulté constituait un assouplissement inopportun des conditions monétaires. Certains facteurs positifs importants pour l'économie

La Banque ajuste les conditions monétaires en fonction de la cible de maîtrise de l'inflation qu'elle vise.

La Banque ne recherche pas pour le niveau des conditions monétaires un chiffre donné, mais plutôt une fourchette d'évolution qu'elle juge satisfaisante.

... et dont le niveau peut varier au gré des nouveaux renseignements obtenus.

Plusieurs facteurs, dont la crise asiatique, ont influencé les conditions monétaires.



2. La réduction du taux d'augmentation moyen consenti dans le secteur privé au deuxième semestre de 1997 est attribuable surtout au fait qu'une proportion beaucoup plus forte des accords négociés concernait le secteur tertiaire. Les hausses salariales octroyées dans ce secteur sont inférieures depuis quelque temps à celles accordées dans le secteur de la production de biens.

3. Nous avons retenu ici la production par employé comme mesure de la productivité parce que la volatilité des récentes données sur la semaine moyenne de travail risquerait de fausser la tendance fondamentale de la productivité mesurée par la production par heure-personne.

La mesure de l'écart de production est très imprécise. Il est toutefois utile aux fins de la politique monétaire de se doter d'estimations ponctuelles de sa valeur la plus probable. Ces estimations sont révisées à mesure que de nouvelles données deviennent disponibles.

La maîtrise des coûts

Les hausses salariales sont restées modérées au second semestre de 1997. Les augmentations annuelles accordées aux employés syndiqués se sont établies à 1,7 % en moyenne dans le secteur privé, contre 2,4 % au premier semestre (Graphique 9)². Elles se sont inscrites en hausse dans le secteur public, se chiffrant en moyenne à 1,4 % au cours de la période. Selon l'enquête sur la rémunération du Conference Board du Canada, l'augmentation salariale moyenne accordée aux employés non syndiqués a été de 2,6 % en 1997. On estime donc que la hausse tendancielle des salaires dans l'ensemble de l'économie a été en moyenne de près de 2 % sur douze mois. Ces chiffres sont confirmés par de nouvelles données sur les salaires compilées par Statistics Canada. Celles-ci révèlent notamment qu'au premier trimestre de 1998 le taux moyen de rémunération horaire (heures supplémentaires non comprises) s'est accru, par rapport à l'année précédente, de 1,5 % pour l'ensemble des employés permanents et de 2,4 % pour les employés permanents à plein temps.

L'amélioration de la productivité s'est intensifiée l'an dernier, en raison notamment de la reprise cyclique de la production³. En conséquence, les coûts unitaires de main-d'œuvre étaient en baisse à la fin de l'année (Graphique 10). La progression du revenu du travail par employé avait été étonnamment vive au début de 1997, les primes versées ayant été plus élevées qu'à l'habitude, ce qui s'explique en partie par les gains de productivité.

La balance des paiements courants du Canada

Note technique 2

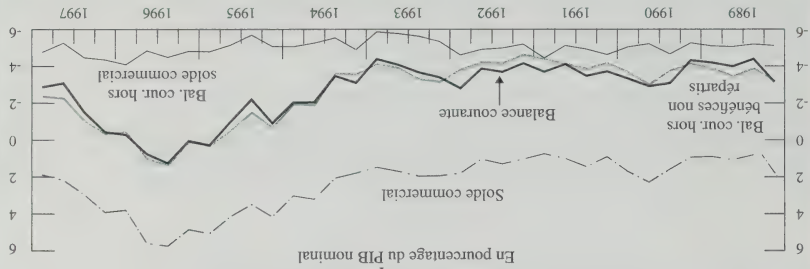
Le déficit de la balance courante du Canada s'est creusé d'environ 2,5 % par rapport au PIB durant 1997. Cette évolution est due à plusieurs facteurs, à savoir la croissance robuste de la demande intérieure, le déplacement de celle-ci vers les biens à forte teneur en importations, la baisse des prix des produits de base, la forte augmentation des bénéfices non répartis des sociétés à capital étranger installées au Canada (qui sont comptabilisées comme des paiements faits aux non-résidents) et le recul des exportations nettes vers l'Asie. Une détérioration de la compétitivité canadienne n'y est pour rien puisque, à la faveur du repli du dollar canadien et de la baisse des coûts unitaires de main-d'œuvre en monnaie nationale, nos coûts de production ont diminué de façon marquée durant l'année par rapport à ceux de nos principaux partenaires commerciaux.

L'augmentation du déficit de la balance courante reflète surtout une réduction sensible de l'excédent commercial. Les termes de l'échange des biens (calculés au moyen de prix des produits de base dont le Canada est un exportateur net. Le volume des exportations a vivement progressé, grâce à la croissance vigoureuse de la demande globale aux États-Unis et à notre position concurrentielle favorable. Toutefois, les importations en volume se sont accrues à un rythme encore plus rapide que les exportations, largement sous l'effet d'une forte hausse de la demande intérieure de machines et de matériel et de biens de consommation durables.

Au chapitre des revenus de placements, la progression sensible des bénéfices non répartis des entreprises à capital étranger établies au Canada traduit une nette amélioration des marges bénéficiaires et un accroissement des dépenses d'investissement. Grâce notamment au refinancement de la dette à des taux d'intérêt inférieurs, l'augmentation que les paiements d'intérêts nets sur les investissements de portefeuille ont enregistrée au dernier trimestre de 1997 par rapport à celui de 1996 est demeurée modeste.

En raison des nombreuses influences qu'il subit, le solde de la balance courante est une variable très difficile à prévoir. Certains facteurs devraient cependant entraîner une diminution de son déficit en 1998 : la demande devrait se détourner des biens à forte teneur en importations, les cours des produits de base devraient remonter et la position concurrentielle des entreprises canadiennes devrait favoriser une nouvelle progression du volume net des exportations. De plus, la mise en service de nouvelles capacités devrait donner un élan aux exportations de certaines catégories de biens comme le gaz naturel. Enfin, le refinancement de la dette à long terme à des taux d'intérêt plus bas continuera de contribuer à limiter les sorties de fonds au titre des revenus de placement nets.

Postes de la balance des paiements courants



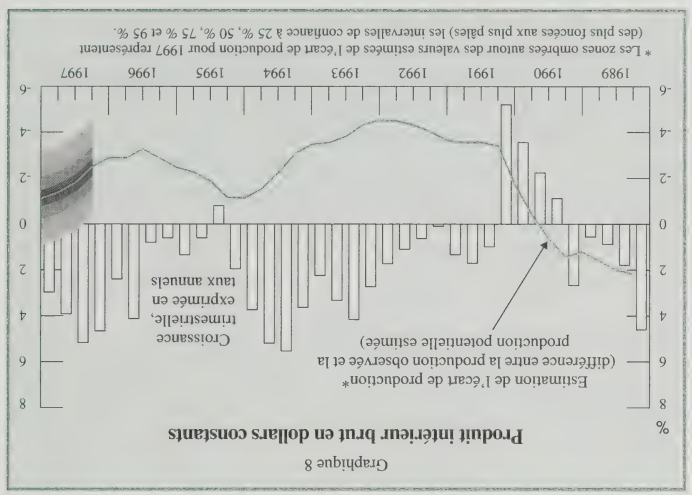
... et, conjugué au repli des prix des produits de base, a contribué à une nouvelle détérioration du déficit de la balance courante du Canada.

La dépense des ménages a été le moteur de la croissance au premier trimestre de 1998.

La marge de capacités inutilisées continue de se rétrécir...

En fin d'année, le solde de la balance courante s'était à nouveau creusé pour se situer à près de 3 % par rapport au PIB (Note technique 2), les importations s'étant accrues plus vigoureusement que les exportations et les prix des produits de base ayant fléchi. La résolution des deux grands conflits de travail a fortement relancé les dépenses des ménages en articles autres que les véhicules automobiles et les produits énergétiques au premier trimestre de 1998. Les dépenses de consommation ont également été stimulées par les solides gains que l'emploi dans le secteur privé a continué d'enregistrer. Dans l'ensemble, le rythme tendanciel de l'expansion s'est toutefois un peu modéré. La croissance des exportations a marqué le pas comparativement au deuxième semestre de l'année dernière par suite de la diminution des expéditions de produits de base énergétiques et du ralentissement des exportations de produits automobiles. L'accroissement des investissements des entreprises s'est quelque peu essouffé par rapport à la cadence rapide observée en 1997. Les importations, quant à elles, sont demeurées inchangées, la demande de produits énergétiques s'étant amoindrie en raison du temps relativement doux que nous avons connu cet hiver et les achats de véhicules automobiles ayant reculé.

Comme le taux de croissance de la dépense globale a de nouveau dépassé celui de la production potentielle au cours du dernier semestre de 1997 et au début de 1998, la marge de capacités inutilisées a continué de se rétrécir. La Banque estime que l'écart de production était tombé à environ 1 1/4 % à la fin de 1997, contre 1 3/4 % au milieu de l'année (Graphique 8).



selon les estimations, à un rythme de 3 à 3 1/2 % environ (en chiffres annuels) au premier trimestre de 1998.

Le volume des exportations a connu un essor au deuxième semestre de 1997, en partie à la faveur du dynamisme de la demande américaine de machines et de matériel ainsi que de biens de consommation durables. Les exportations de produits de base non énergétiques se sont aussi fortement accrues malgré un glissement des prix, sauf dans le cas du bois d'œuvre dont les exportations ont reculé sensiblement en raison de la baisse prononcée de la construction domiciliaire au Japon. Globalement, les exportations vers le Japon et d'autres pays asiatiques ont fléchi au cours de cette période, mais elles ne représentent que 8 % environ de l'ensemble des expéditions de marchandises canadiennes vers l'étranger.

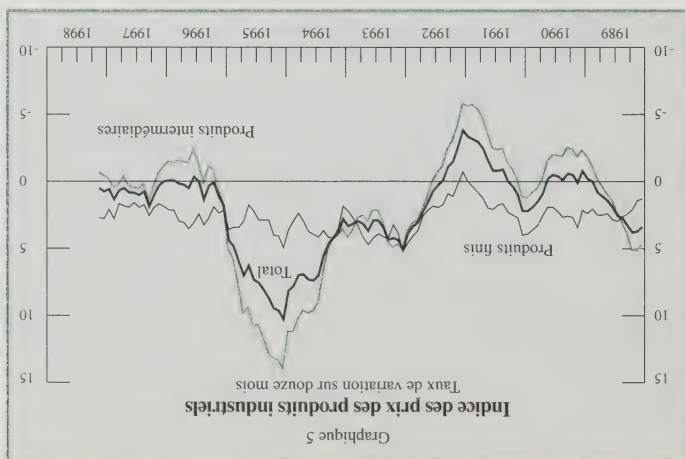
Pendant la seconde moitié de l'année, les entreprises ont continué d'accroître de façon substantielle leurs dépenses d'investissement, particulièrement en machines et en matériel. Elles ont aussi augmenté leurs investissements en stocks de produits non agricoles, la forte poussée des ventes se poursuivant pendant cette période. Des déséquilibres sont apparus de temps à autre dans les niveaux des stocks de certains segments du commerce de détail, notamment les concessionnaires de véhicules automobiles et les grands magasins. À la fin de l'année, les stocks paraissaient toujours trop élevés dans certains compartiments de ce secteur (les grands magasins notamment).

Les dépenses des ménages ont poursuivi leur vigoureuse montée au second semestre de 1997, mais à un rythme légèrement moins rapide qu'au premier. Les dépenses de consommation en biens durables, en particulier les véhicules automobiles, ont enregistré une croissance marquée à la faveur du bas niveau des taux d'intérêt, de la demande refouée et des gains sensibles que continue d'enregistrer l'emploi. L'amélioration très importante observée au chapitre de la création d'emplois à plein temps et de l'embauche par les entreprises (par opposition au travail autonome) a alimenté la confiance des consommateurs, qui est demeurée élevée (Graphiques 6 et 7). Il semble toutefois que des consommateurs aient avancé à la fin de 1997 l'achat de véhicules automobiles qu'ils auraient normalement effectué au premier trimestre de 1998 afin de tirer parti des modalités de financement avancées et des rabais offerts par les fabricants nord-américains. La croissance des dépenses des ménages en articles autres que les biens durables s'est ralentie quelque peu, ce qui est en partie imputable à l'effet que les arrêts de travail ont eu sur les revenus.

La robustesse de l'économie américaine a continué d'alimenter la vive croissance des exportations

Les dépenses d'investissement des entreprises ont continué d'augmenter.

Le bas niveau des taux d'intérêt et l'amélioration de l'emploi ont contribué à la nouvelle progression des dépenses des ménages



Les facteurs qui influent sur l'inflation

La demande et l'offre globales

Comme on s'y attendait, l'économie canadienne a connu une vive expansion en 1997, le PIB réel s'étant accru de 4,2 % (d'un quatrième trimestre sur l'autre). Cette progression a continué d'être alimentée par les conditions monétaires expansionnistes et par la croissance vigoureuse de l'économie américaine. Par ailleurs, elle s'est accompagnée de gains marqués au chapitre de l'emploi. L'expansion est demeurée fondamentalement robuste au second semestre de 1997, mais deux importants gâches, soit celle des postes et celle des enseignants ontariens, ont retranché environ un demi-point de pourcentage du taux d'accroissement du PIB, qui s'est chiffré à 3,5 %.

Plusieurs facteurs temporaires ont influencé le rythme de l'activité au premier trimestre de 1998. On estime que la reprise consecutive à la résolution des conflits de travail du dernier trimestre de 1997 a stimulé la croissance. En revanche, la tempête de verglas qui s'est abattue sur l'est du pays en janvier, et dont l'incidence sur le taux de variation mensuel de l'activité a été notable, aurait ralenti la progression du PIB réel au premier trimestre de 0,2 point de pourcentage environ, repli qui devrait, en définitive, être amplement contrebalancé par les efforts de reconstruction. Parallèlement, les retombées de la crise asiatique et la baisse des cours des produits de base ont commencé à avoir un effet modérateur sur la croissance. Tout compte fait, l'économie a cru,

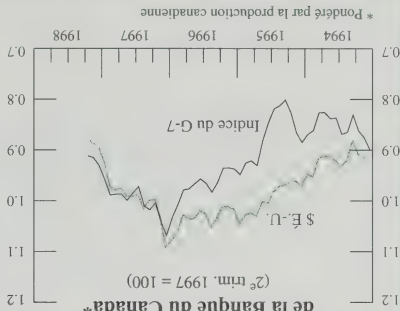
Note technique 1 L'évolution récente des prix des produits de base

L'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada (en dollars E.-U.) a diminué d'environ 12 % entre le second trimestre de 1997 et le premier trimestre de 1998. Cette baisse traduit en partie la vigueur du dollar américain par rapport aux devises des autres pays industriels. Exprimé par rapport aux monnaies du Groupe des Sept (G-7), l'indice a accusé un repli d'environ 8 % au cours de la même période. Le recul des prix a été particulièrement marqué dans le cas des métaux communs, du bois d'œuvre, du pétrole brut et du pétrole brut.

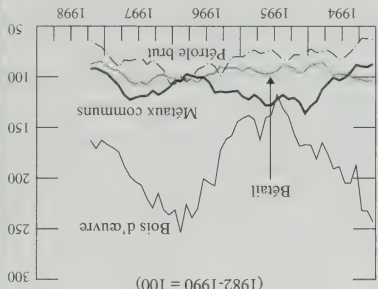
Les prix des produits de base se sont repliés sous l'effet conjugué des facteurs de demande et d'offre. Les réductions (effectives et attendues) de la demande mondiale, liées surtout à l'évolution enregistrée en Asie, ont fait baisser les prix d'un grand nombre de produits de base, y compris les métaux communs. L'offre excédentaire des métaux a été accentuée par la mise en service de nouvelles mines et par un accroissement de la production dans certains pays tels que la Russie (nickel), le Chili (cuivre) et la Chine (zinc). Bien que la demande de logements reste ferme aux États-Unis, l'atonie continue du marché du logement au Japon et l'augmentation de l'offre de bois d'œuvre aux États-Unis ont contribué à une forte baisse des prix de ce produit au cours de 1997 et au premier trimestre de 1998. Les prix du bétail, en particulier ceux du porc, ont également faibli, par suite d'une hausse de l'offre à l'échelle mondiale et d'un recul de la demande dans les pays d'Asie.

Le prix du pétrole brut a fléchi à la suite de l'accroissement de l'offre en provenance des pays membres et non membres de l'OPEP, du repli de la demande en Asie et du faible niveau de la demande en Amérique du Nord attribuable à la clémence du temps. Il a chuté de 20 % au premier trimestre de 1998, les tensions s'étant dissipées au Moyen-Orient et les Nations Unies ayant annoncé l'intention d'autoriser l'Irak à augmenter ses exportations dans le cadre du programme « pétrole contre nourriture ». À la fin du premier trimestre, les prix se sont redressés après que les pays de l'OPEP et d'autres gros producteurs eurent annoncé qu'ils allaient réduire leur production durant le reste de l'année. L'ampleur de la baisse que les prix des produits de base ont connue est difficile à expliquer exclusivement à l'aide de facteurs fondamentaux de demande et d'offre, compte tenu surtout de la vigueur persistante de la demande aux États-Unis, en Europe et en Amérique latine. Les prix semblent avoir baissé hors de proportion, ce qui s'explique peut-être par une réaction excessive à l'évolution enregistrée en Asie. Par conséquent, la Banque prévoit une remontée graduelle des prix des produits de base au second semestre de 1998 à des niveaux conformes aux facteurs économiques fondamentaux. L'évolution de la situation économique en Asie déterminera en partie la rapidité avec laquelle se fera ce redressement.

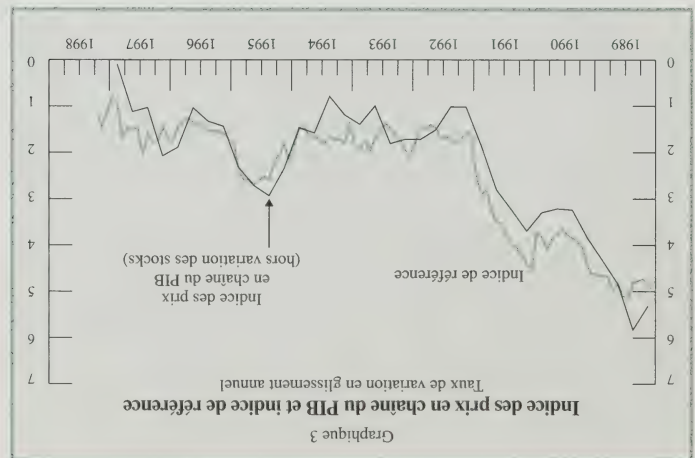
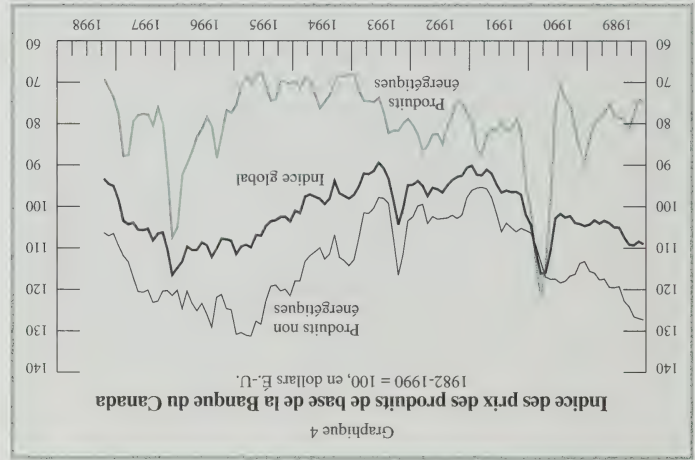
Indice des prix des produits de base

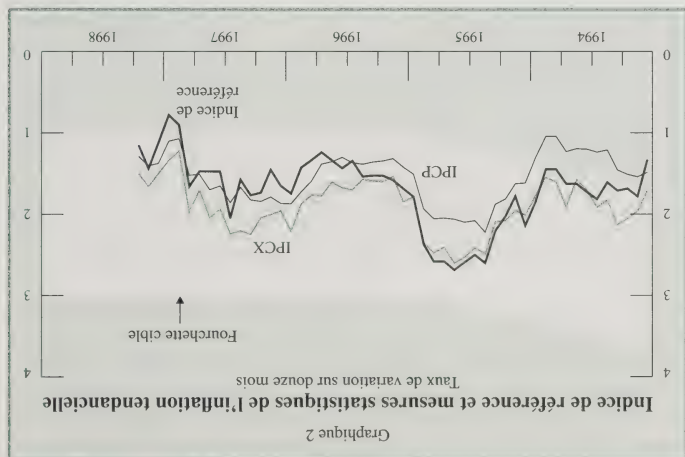


Prix des produits de base (en \$ E.-U.)



Du côté du secteur manufacturier, l'Indice des prix des produits industriels a enregistré une hausse relativement modeste par rapport à l'année précédente (Graphique 5). Cette hausse résulte principalement de l'incidence de la dépréciation du dollar canadien sur les prix à l'exportation, généralement négociés en dollars américains, de biens comme les véhicules automobiles et de nombreux produits manufacturés.





La croissance sur douze mois de l'IPC global a été de 0,9 % en mars 1998, contre 1,6 % en septembre 1997. Ce recul est dû principalement à une chute des prix de l'énergie attribuable à un fléchissement des cours du pétrole brut.

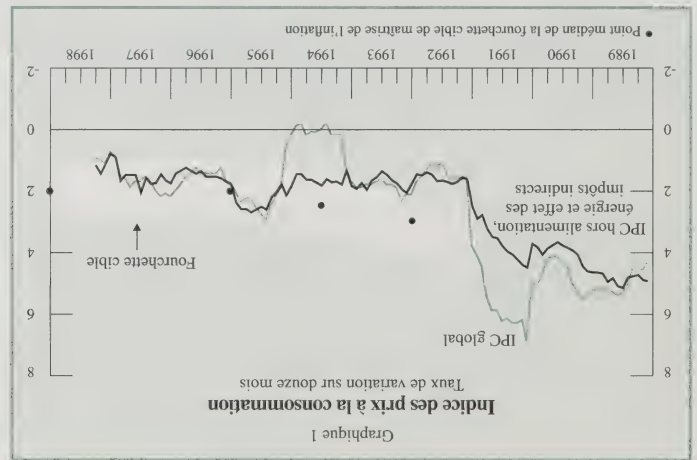
Les grandes mesures de l'inflation se sont aussi sensiblement repliées depuis la dernière livraison du *Rapport*. Alors qu'il avait affiché un taux d'accroissement de 1,0 % en glissement annuel au deuxième trimestre de 1997, l'indice des prix en chaîne du PIB – une mesure des variations des prix dont les poids varient en fonction de la composition de la dépense – n'avait pas augmenté à la fin de l'année par rapport à son niveau de l'année précédente (Graphique 3). En plus d'être influencées par les facteurs qui ont entraîné le recul de l'inflation mesurée par l'IPC global, les grandes mesures, qui comprennent les prix des produits exportés, se sont aussi ressenties directement du repli considérable des cours des produits de base.

La baisse des prix de l'énergie a aussi contribué au recul de l'inflation mesurée par l'IPC global.

Les grandes mesures de l'inflation ont également fléchi, en partie sous l'effet d'un repli des cours des produits de base.

1. La mesure IPCX exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des impôts indirects sur les autres composantes. La mesure IPCP multiplie la pondération de chacune des composantes dans le panier de l'IPC par une pondération additionnelle qui est inversement proportionnelle à la variabilité de la composante. Pour plus de renseignements à ce sujet, voir la Note technique 1 dans la livraison de novembre 1997 du *Kapport*.

Le fait que l'inflation mesurée par l'indice de référence a glissé brièvement sous la fourchette cible en novembre et en décembre tenait à des facteurs transitoires, dont l'augmentation des rabais accordés par les fabricants d'automobiles, les soldes exceptionnels de vêtements, les promotions liées à l'introduction de nouveaux canaux de télévision distribués par câble et l'application hivernale de la réduction saisonnière des tarifs hôteliers. Les niveaux de deux autres mesures statistiques de l'inflation tendancielles (IPCX et IPCP) sont actuellement très comparables à celui de l'inflation mesurée par l'indice de référence (Graphique 2).



ticulièrement dans l'industrie automobile. Fait plus significatif encore, les capacités de production excédentaires dans l'économie ont continué d'exercer des pressions à la baisse sur l'inflation. Le principal facteur agissant dans le sens d'une hausse des prix semble être le taux d'inflation attendu, qui avoisine toujours les 2 %, soit le point médian de la fourchette.

dynamique en dépit des répercussions de la crise asiatique, et le repli continu du dollar canadien entraînait un assouplissement non souhaité des conditions monétaires, déjà expansionnistes. Deuxièmement, le fléchissement du taux de change a été si rapide, par moments, qu'il aurait pu miner la confiance des investisseurs à l'égard des titres libellés en dollars canadiens s'il s'était poursuivi.

En raison de la situation en Asie, les perspectives économiques à court terme demeurent entachées d'incertitude, et des risques de détérioration subsistent; toutefois, des signes donnent à penser que la stabilité est en train de se rétablir dans la plupart des pays de l'Asie du Sud-Est et en Corée. Tout bien considéré, la Banque est d'avis qu'à la faveur de facteurs tant externes qu'internes l'expansion économique au Canada restera vive tout au long de l'année et pendant les premiers mois de 1999, mais qu'elle sera moins robuste qu'on ne l'avait prévu l'automne dernier. Le présent rapport brosse un tableau détaillé de ces perspectives de croissance et explique leur incidence, sur le plan de la conduite de la politique, pour le maintien de l'inflation à l'intérieur de la fourchette cible.

2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Durant les derniers mois de 1997, l'inflation mesurée par l'indice de référence (IPC hors alimentation, énergie et effet des impôts indirects) est tombée temporairement sous la limite inférieure de la fourchette cible de 1 à 3 % visée par la Banque. Dans l'ensemble, toutefois, elle n'a que légèrement baissé au cours des six derniers mois. L'intensification de la concurrence dans le secteur du commerce de détail a contribué à cette baisse.

L'inflation et la fourchette cible

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'indice de référence est passé de 1,5 % en septembre dernier à 1,2 % en mars (Graphique 1). Ce fléchissement n'avait pas été prévu dans le *Rapport* de novembre dernier.

Nous avons alors signalé que les détaillants cherchaient à redresser leurs marges bénéficiaires en haussant les prix. En fait, pour conserver ou élargir leur part de marché face à l'augmentation de la concurrence, ceux-ci ont plutôt étendu les rabais consentis. Il semble subsister dans ce secteur une marge importante de capacités inutilisées, qui devrait prendre un certain temps à se résorber. Les dépréciations des monnaies de certains pays asiatiques ont également eu pour effet d'aviver la concurrence, par-

L'inflation mesurée par l'indice de référence a été légèrement plus faible que prévu dans le dernier rapport.

... en raison notamment de l'intensification de la concurrence dans le secteur du commerce de détail.

L'économie canadienne continue de croître vigoureusement.

1. INTRODUCTION

La période d'application de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % a été prolongée jusqu'à la fin de 2001

Comme les mesures de politique monétaire n'agissent sur l'inflation qu'avec un certain retard, les décisions que prend la Banque doivent être prospectives. Ces décisions se fondent donc

Les cibles de maîtrise de l'inflation au Canada définissent un objectif précis pour la conduite de la politique monétaire à moyen terme. En février 1998, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont décidé d'un commun accord de prolonger jusqu'à la fin de 2001 la période d'application de la fourchette cible de 1 à 3 % arrêtée pour le taux d'augmentation annuelle des prix à la consommation. La Banque a aussi indiqué qu'il n'y aurait aucun changement dans la façon dont la politique monétaire est mise en œuvre depuis l'adoption des cibles (voir l'annexe, à la page 33).

Par nécessité sur des projections concernant un avenir incertain, et la Banque doit se tenir prête à réagir aux événements imprévus, tant sur la scène économique que sur la scène financière.

Depuis la publication de la livraison de novembre dernier du *Rapport sur la politique monétaire*, un certain nombre de facteurs inattendus ont obligé la Banque à réévaluer la situation et à réajuster. Les événements survenus en Asie et le recul marqué des cours des produits de base, qui ont eu des répercussions importantes sur l'évolution économique et sur les marchés financiers au Canada, n'étaient pas aisément prévisibles. En revanche, la vigueur inattendue de l'économie américaine a contribué à atténuer les conséquences négatives de la crise asiatique. Vers la fin de l'année dernière, l'inflation est tombée temporairement en deçà de 1 % (la limite inférieure de la fourchette visée par la Banque). Par ailleurs, la grève des postes et la grève des enseignants ontariens survenues au quatrième trimestre de 1997, ainsi que la tempête de verglas qui s'est abattue sur l'est du Canada en janvier, ont eu une incidence à court terme notable sur la production et sur la demande.

La Banque a relevé le taux officiel d'escompte afin de contrebalancer un assouplissement non désiré des conditions monétaires et d'apaiser les marchés financiers.

Durant cette période d'incertitude ponctué par des reculs temporaires, la Banque a cherché à cerner les facteurs qui influencent le plus durablement l'économie et l'inflation. Elle s'est également employée à tempérer la volatilité que l'incertitude liée aux chocs a fait naître sur les marchés financiers, volatilité qui s'est manifestée principalement par plusieurs baisses abruptes de la valeur externe du dollar canadien. Dans ce contexte, la Banque a relevé les taux d'intérêt à court terme à trois reprises depuis la publication du *Rapport* de novembre dernier, pour un total de 125 points de base. Deux grandes considérations ont motivé ces interventions. Premièrement, l'économie canadienne demeurait fondamentalement

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION

AU CANADA

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie et, partant, une amélioration de sa croissance au fil du temps.
- Les cibles de maîtrise de l'inflation font en sorte que la politique monétaire contribue à atténuer les variations cycliques du revenu et de l'emploi, et elles permettent à la Banque de mieux évaluer le potentiel de croissance de l'économie.

La politique monétaire comme outil

- La Banque du Canada tire parti de l'influence qu'elle exerce sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la fourchette cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des conditions monétaires sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener l'inflation au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. En décembre 1993, il a été décidé de maintenir cette fourchette jusqu'à la fin de 1998. En février dernier, son application a été prolongée jusqu'à la fin de 2001.
- Le gouvernement et la Banque comptent établir, d'ici la fin de 2001, quelle cible à long terme de la politique monétaire est compatible avec la stabilité des prix.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IIPC global à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix des aliments et de l'énergie et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque se concentre sur l'IIPC hors alimentation, énergie et effet des impôts indirects, mesure qu'elle appelle *indice de référence*.

- En longue période, les mesures de l'inflation fondées sur l'IIPC global et sur l'indice de référence tendent à présenter des profils d'évolution similaires. Toutefois, si les deux indices devaient afficher de façon persistante des profils d'évolution divergents, la Banque ajusterait la trajectoire souhaitée pour le taux d'augmentation de l'indice de référence de façon à maintenir celui de l'IIPC global à l'intérieur de la fourchette cible.

TABLE DES MATIÈRES

1. Introduction 5

2. L'évolution récente de l'inflation 6

 L'inflation et la fourchette cible 6

 Les facteurs qui influent sur l'inflation 11

3. La réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation 18

4. Les perspectives en matière d'inflation 23

 La demande et l'offre globales 23

 Les facteurs temporaires qui influent sur l'inflation 27

 La maîtrise des coûts 27

 Les mesures des attentes relatives à l'inflation 27

 Les indicateurs monétaires 29

 Les prévisions relatives à l'inflation 31

5. Conclusions 32

Annexe

 Prolongation de l'application des cibles de maîtrise de l'inflation 33

Bibliographie 35

« Grâce au bas taux d'inflation et à l'assainissement des finances publiques, notre économie bénéficie maintenant des bases qui devraient lui permettre de se rapprocher de la pleine utilisation de ses capacités de production et d'explorer ce qu'elle est en mesure d'engendrer sur les plans de la croissance durable de la production et de l'emploi et de l'amélioration des niveaux de vie. [...] nous devons imprimer à la politique monétaire une orientation qui permettra à l'économie canadienne d'atteindre sans heurt la pleine utilisation de ses capacités et de continuer de croître à long terme à un rythme non inflationniste, donc soutenable. »

— Gordon Thiessen

*Allocution prononcée devant le
Canadian Club de Winnipeg
à Winnipeg, au Manitoba,
le 25 mars 1998*

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— mai 1998 —

Le dollar d'argent qui illustre la page couverture a été émis en 1989 pour commémorer le deuxième centenaire du premier voyage entrepris par Sir Alexander Mackenzie dans le Nord-Ouest canadien. Parti de Fort Chipewyan, Sir Mackenzie a navigué sur le Grand lac des Esclaves, puis a longé le fleuve qui porte maintenant son nom, jusqu'à l'océan Arctique. Ce n'est que lors de son deuxième grand voyage, en 1793, qu'il a trouvé la route de l'océan Pacifique qu'il cherchait.

Cette pièce est l'œuvre de John Mardon.

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

893-49-90-667
CN ISSN 1201-8783

Imprimé au Canada sur papier recyclé

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— mai 1998 —

BANQUE DU CANADA



MONETARY POLICY REPORT

– May 1998 –

Summary

In February 1998, the government and the Bank of Canada jointly reaffirmed that Canada's monetary policy can best contribute to good economic performance by remaining focussed on inflation control. The 1 to 3 per cent target range for inflation control was extended to the end of 2001.

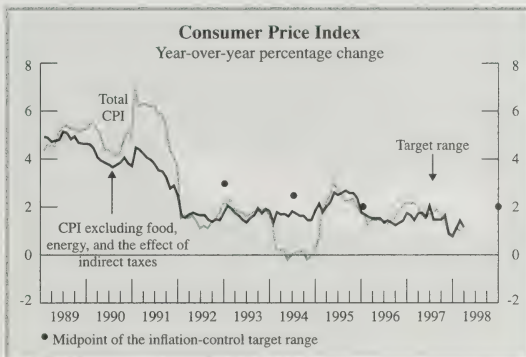
To achieve this target, policy decisions have to be forward-looking and thus are based on projections of an uncertain future.

Since the last *Report* (November 1997), there have been an unusual number of unanticipated international and domestic developments. Among the most important events have been the crisis in Asia, declines in commodity prices, and the persistent weakness of the Japanese economy. At the same time, the U.S. economy has been considerably stronger than expected. Here at home, there were strikes by Ontario teachers and by Canada's postal workers in the fourth quarter of 1997, as well as the January ice storm in eastern Canada.

These developments, which have had important economic and financial consequences, have also resulted in a higher-than-usual degree of uncertainty. The task for the Bank has been to determine which influences were likely to persist, their magnitude, and their implications for the path of monetary conditions.

Factors at work on inflation

The Canadian economy expanded rapidly in 1997, supported by accommodative monetary conditions and a vigorous U.S. economy.



"With low inflation, a balanced fiscal position, and low interest rates, the economic policy environment is better now than it has been for over 25 years. This should provide the underpinnings for solid economic growth and increased savings and investment in the future."

— Gordon Thiessen

*Speech to the Canadian Club of Winnipeg,
Winnipeg, Manitoba,
25 March 1998*



In the second half of the year, business spending on capital goods continued to rise, and strong foreign demand boosted exports. At the same time, although there was some drag on the economy in the fourth quarter from strikes, consumer spending rose briskly in response to low interest rates, pent-up demand, and the steadily improving job market.

In the first quarter of 1998, the underlying pace of expansion began to show signs of moderating somewhat. While strong employment gains continued to support household spending, other areas of economic activity slowed from last year's strong pace, partly in response to developments in Asia.

The pace of aggregate demand has continued to outstrip the growth of potential output, and the output gap has narrowed further. Even though there is considerable uncertainty about the actual size of the output gap, estimates of its most likely level are useful to policymakers. Our estimate of the gap at the end of 1997 is about 1 1/4 per cent.

Productivity rose, while wage increases were moderate, causing unit labour costs to edge down.

Overall, the pressures on inflation have remained subdued, with our core measure of consumer price inflation (CPI excluding food, energy, and the effect of indirect taxes) at 1.2 per cent in March on a year-over-year basis.

Achieving the inflation-control targets

The Bank aims at directing monetary conditions along a path that will move the trend rate of inflation towards the centre of the target range over time. This path is not precise, and it must also be adjusted to reflect new developments in the economy and in the prospects for inflation. Moreover, when there is uncertainty regarding the effects of new external or domestic developments, it may be appropriate for the Bank to wait before deciding on any change in the desired path for monetary conditions.

During the recent unsettled period, the Bank had to determine the extent to which unforeseen events would have a lasting influence on the economy and inflation. It also had to address the related volatility in financial markets. This volatility was most evident in several episodes of sharp downward pressure on the Canadian dollar.

When the strong underlying momentum of the economy was considered, the persistent decline in the dollar was seen as an inappropriate easing of monetary conditions that were already very stimulative. In addition, the speed of decline was such that, had it continued, there was a clear risk that investor confidence in Canadian dollar assets would have been undermined. In these circumstances, the Bank raised short-term interest rates three times, by a total of 125 basis

points. The resulting monetary conditions were somewhat less stimulative than the very accommodative range that had prevailed for much of 1997.

Medium- and long-term interest rates have declined to new lows, and Canadian rates have remained below those in the United States. While the decline in Canadian longer-term interest rates in part reflects international developments, it also reflects lower inflation expectations and lower premiums for risk in Canada. These lower risk premiums, resulting from low inflation and a sound fiscal position, are an important additional stimulus to economic activity for both businesses and households.

The outlook for inflation

Notwithstanding the negative impact coming from Asia, the Canadian economy is expected to continue to grow at a solid rate, benefiting from positive international developments as well as from strong domestic fundamentals.

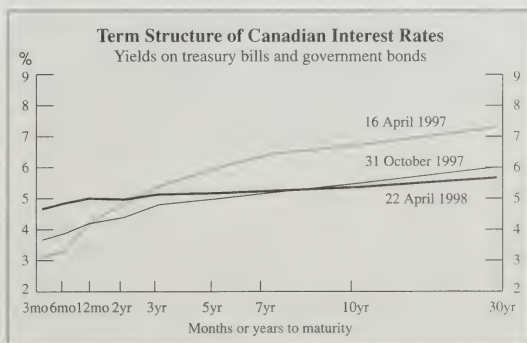
Chief among these positive international developments is the continued expansion of the U.S. economy, which has consistently outperformed expectations. That expansion is expected to moderate somewhat to a more sustainable rate this year, in response to the higher U.S. dollar and weak Asian demand. U.S. inflation has been stable since last September, helped by the appreciation of the U.S. dollar. The economic expansion in Mexico is also expected to remain robust.

The situation in Europe, while mixed, also points to underlying strength. Growth in the continental European countries is expected to pick up, and the outlook for Europe in 1998 is positive.

Japan, however, is becoming the leading concern on the world economic scene. After contracting sharply in the second quarter of 1997, the Japanese economy failed to post any significant recovery in the second half of the year. With the adverse impact of the Asian crisis, little improvement is expected for 1998, even though important actions have been taken to strengthen financial institutions and to provide fiscal stimulus.

In Canada, the Asian situation and the decline in primary commodity prices are expected to moderate growth in exports. Business investment is also likely to slow as some resource projects are delayed, but the low level of medium- and long-term interest rates will help promote another year of relatively strong growth. The combination of increasing full-time employment and low interest rates should also support robust growth in household demand.

On balance, the Bank looks for economic growth of about $3\frac{1}{2}$ per cent (at annual rates) through to the middle of 1999. This would mean that the economy would be expected to come close to the Bank's current estimate of full capacity during 1999.



Inflation will likely come under some upward pressure in the second half of 1998, partly from the recent depreciation of the Canadian dollar. Nevertheless, a continued margin of slack in the economy, downward pressure on prices of imports from Asia, and rising productivity in Canada should exert a moderating influence. Overall, the Bank anticipates that its measure of core inflation will remain in the lower half of the inflation-control target range through 1998.

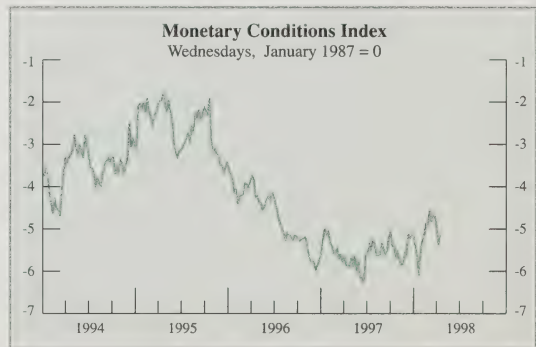
Conclusions

In spite of the ongoing uncertainty in world economic conditions, the Canadian economy remains on a solid upward track. The underlying momentum of the economy is sound, and the core rate of inflation is expected to remain in the lower half of the inflation-control target range—an outlook for inflation that is virtually unchanged from six months ago. However, with the impact of the Asian situation and lower commodity prices, economic growth in 1998 will not be as vigorous as seemed likely last fall. As noted above, the economy is currently projected to expand at a rate of $3\frac{1}{2}$ per cent through to the middle of 1999.

While the uncertainty surrounding the outlook is much greater than usual, the risks associated with this outlook appear balanced. The main downside risks relate to developments in Asia and in commodity prices. Offsetting these is evidence, particu-

larly from the continuing strength of the U.S. economy and from the expansion of Canada's narrow monetary aggregate (M1), that the momentum of the economy might be stronger than we expect.

When all these factors are considered, it is the Bank's judgment that between now and the next *Report*, monetary conditions in the recent range would be broadly appropriate in the absence of further shocks. This would be consistent with the above outlook of robust aggregate demand, the economy continuing to take up slack, and inflation inside the target range. Given the degree of uncertainty that is likely to persist over this period, monetary conditions may continue to fluctuate over a relatively wide range. Subsequently, if the underlying momentum of activity remains as strong as is currently expected, less-stimulative monetary conditions would be called for as the economy approaches and achieves full capacity.



The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually. Copies of the full *Report* and of this *Summary* may be obtained by contacting: Publications Distribution, Communications Services, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bank-banque-canada.ca
or visit our Web site: <http://www.bank-banque-canada.ca>

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

– mai 1998 –

Sommaire

En février 1998, le gouvernement et la Banque du Canada ont réaffirmé conjointement que c'est en demeurant axée sur la maîtrise de l'inflation que la politique monétaire peut le mieux contribuer à la bonne tenue de l'économie. La période d'application de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation, qui va de 1 à 3 %, a été prolongée jusqu'à la fin de 2001.

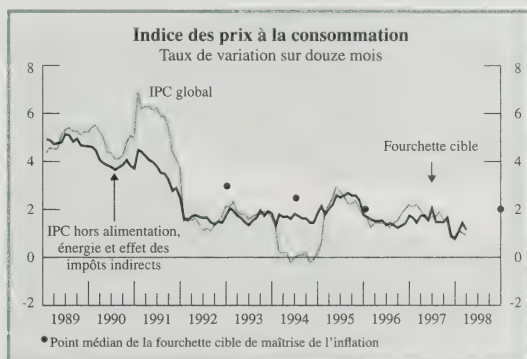
Pour atteindre les cibles arrêtées, les responsables de la politique monétaire doivent prendre des décisions prospectives, et donc fondées sur des projections concernant un avenir forcément incertain.

Depuis la parution du *Rapport* de novembre 1997, il s'est produit, sur la scène nationale et internationale, plus d'événements inattendus que d'habitude. Parmi les plus importants, mentionnons la crise en Asie, la baisse des prix des produits de base et la faiblesse persistante de l'économie japonaise. Parallèlement, l'économie américaine a été considérablement plus robuste que prévu. Le Canada, quant à lui, a subi au quatrième trimestre de 1997 une grève des enseignants ontariens et une grève des postes, et, en janvier, la tempête de verglas qui s'est abattue sur l'est du pays.

Ces événements, qui ont eu d'importantes retombées sur les plans économique et financier, ont aussi engendré une incertitude plus grande qu'à l'ordinaire. Dans ces circonstances, la Banque a cherché à cerner ceux dont l'influence risquait de persister et à déterminer leur ampleur ainsi que leurs conséquences pour la trajectoire des conditions monétaires.

Les facteurs qui influent sur l'inflation

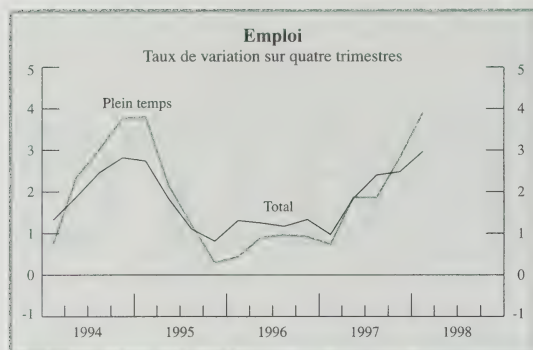
L'économie canadienne a connu une vive expansion en 1997 à la faveur des conditions monétaires expansionnistes et de la vigueur de l'économie américaine.



« Compte tenu du faible niveau de l'inflation, de l'équilibre budgétaire et des bas taux d'intérêt, les conditions dans lesquelles sont menées les politiques économiques sont les plus favorables que nous ayons connues depuis plus de 25 ans. Cela devrait contribuer à soutenir une solide expansion de l'économie et un accroissement de l'épargne et de l'investissement dans l'avenir. »

– Gordon Thiessen

*Allocution prononcée devant le Canadian Club
de Winnipeg
à Winnipeg, au Manitoba,
le 25 mars 1998*



Au second semestre de l'année, les entreprises ont continué d'accroître leurs dépenses d'investissement, et la forte demande étrangère a stimulé les exportations. Par ailleurs, même si les grèves survenues au quatrième trimestre ont ralenti quelque peu l'activité économique, les dépenses de consommation ont enregistré une croissance marquée sous l'effet du bas niveau des taux d'intérêt, de la demande refoulée et de l'amélioration constante de la situation de l'emploi.

Le rythme tendanciel de l'expansion a commencé à montrer des signes d'essoufflement au premier trimestre de 1998. Si les solides gains enregistrés par l'emploi ont continué d'alimenter la dépense des ménages, d'autres secteurs de l'activité économique ont marqué le pas par rapport à la cadence rapide observée l'année dernière, en partie en réaction à la crise asiatique.

Le taux de croissance de la demande globale a continué de dépasser celui de la production potentielle, et la marge de capacités inutilisées s'est de nouveau rétrécie. Même si l'écart de production est difficile à mesurer avec précision, il est toutefois utile, pour les responsables de la politique monétaire, de disposer d'estimations de sa valeur la plus probable. Selon nos estimations, cet écart s'établissait à la fin de 1997 aux alentours de 1 ¼ %.

La productivité s'améliorant et les augmentations salariales étant modestes, les coûts unitaires de main-d'œuvre se sont inscrits en baisse.

Dans l'ensemble, les pressions inflationnistes sont restées modérées, l'inflation mesurée par l'indice de référence utilisé par la Banque (IPC hors alimentation, énergie et effet des impôts indirects) s'établissant en mars à 1,2 % en glissement annuel.

La réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation

La Banque recherche, pour les conditions monétaires, une trajectoire qui amènera au fil du temps le taux de l'inflation tendancielle vers le centre de la fourchette cible. Cette trajectoire ne correspond pas à un chiffre précis, et elle doit être ajustée pour tenir compte de l'évolution de l'économie et des perspectives en matière d'inflation. De plus, lorsqu'il s'avère difficile de cerner l'incidence de nouveaux facteurs d'origine externe ou interne, la Banque peut avoir intérêt à attendre d'en savoir plus avant de modifier la trajectoire souhaitée pour les conditions monétaires.

Durant la récente période de turbulence, la Banque a dû déterminer dans quelle mesure l'incidence des événements inattendus sur l'économie et l'inflation serait durable. Elle a aussi dû faire face à la volatilité que ces événements ont provoquée sur les marchés financiers, volatilité qui s'est manifestée surtout par plusieurs épisodes de fortes pressions à la baisse sur le dollar canadien.

Compte tenu de la vigueur fondamentale de l'économie, le recul persistant du dollar a été considéré comme un assouplissement inopportun des conditions monétaires, qui étaient déjà très expansionnistes. En outre, le dollar a reculé à une vitesse telle que, si la dépréciation s'était poursuivie, il était clair que la confiance des investisseurs dans les avoirs libellés en dollars canadiens risquait d'être sapée. La Banque a ainsi été amenée à relever à trois occasions les taux d'intérêt à court terme, soit en tout de 125 points de base. Les conditions monétaires sont ainsi devenues un peu moins souples que pendant la majeure partie de 1997, période où elles avaient été très expansionnistes.

Les taux d'intérêt à moyen et à long terme ont touché de nouveaux creux, et les taux canadiens sont demeurés inférieurs à leurs pendants américains. Le repli des taux d'intérêt à plus long terme au Canada s'explique en partie par l'évolution de la conjoncture internationale, mais aussi par une atténuation des attentes d'inflation et une baisse des primes de risque au pays. Ce dernier facteur, attribuable au bas taux d'inflation et à l'assainissement des finances publiques, a eu un fort effet incitatif sur l'activité économique, stimulant tant la dépense des entreprises que celle des ménages.

Les perspectives en matière d'inflation

Malgré les retombées de la crise asiatique, l'économie canadienne devrait continuer de progresser à un bon rythme, grâce à l'incidence favorable d'autres facteurs externes ainsi qu'à la force des facteurs fondamentaux à l'œuvre au pays.

Le plus important des facteurs externes qui soutiennent notre économie est la poursuite de l'expansion économique aux États-Unis, dont le rythme est demeuré constamment supérieur aux attentes. La croissance dans ce pays devrait ralentir quelque peu cette année pour s'établir à un rythme plus soutenable sous l'effet de l'appréciation du dollar américain et de la faiblesse de la demande en Asie. L'inflation aux États-Unis a été stable depuis septembre dernier, à la faveur notamment de la vigueur du dollar américain. La croissance économique devrait demeurer robuste au Mexique également.

En Europe, l'économie semble fondamentalement dynamique, même si le profil de l'activité varie d'un pays à l'autre. Le rythme de l'expansion économique devrait s'accélérer en Europe continentale, et les perspectives d'ensemble de l'Europe pour 1998 sont encourageantes.

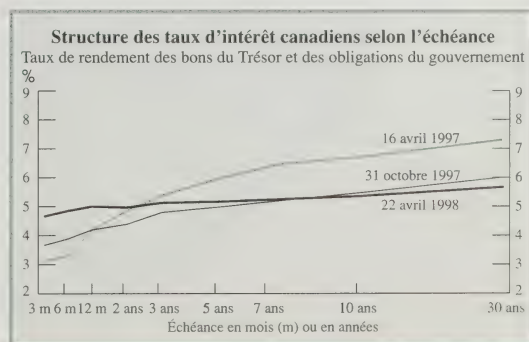
En revanche, l'économie japonaise est en voie de devenir la principale source de préoccupation sur la scène économique mondiale. Elle ne s'est pas vraiment relevée au second semestre de 1997 de la forte

contraction qu'elle avait connue au deuxième trimestre. En raison des séquelles de la crise asiatique, on entrevoit peu d'amélioration cette année, bien que l'État soit intervenu vigoureusement pour renflouer les institutions financières et ait pris d'importantes mesures de relance budgétaire.

Au Canada, on s'attend à ce que la progression des exportations se ralentisse compte tenu de la situation en Asie et du recul des prix des produits de base. L'avancement de certains projets d'exploitation des ressources naturelles ayant été freiné, les investissements des entreprises devraient également s'affaiblir, mais ils devraient tout de même demeurer assez importants en 1998, à la faveur notamment du niveau peu élevé des taux d'intérêt à moyen et à long terme. On s'attend aussi à ce que la hausse des emplois à plein temps et les bas taux d'intérêt alimentent fortement la croissance de la demande des ménages.

Tout bien considéré, la Banque prévoit que la croissance économique se maintiendra aux alentours de 3 1/2 % (en chiffres annuels) jusqu'au milieu de l'année prochaine. Cela signifie que l'économie canadienne devrait s'approcher au cours de 1999 de ce que la Banque estime à l'heure actuelle être la pleine utilisation des capacités de production.

L'inflation devrait être soumise à des pressions à la hausse au deuxième semestre de 1998, en partie à cause de la dépréciation qu'a connue récemment le



dollar canadien. Toutefois, la présence de ressources inutilisées dans l'économie, les pressions à la baisse exercées par les prix des produits importés d'Asie et l'accroissement de la productivité au Canada devraient avoir une influence modératrice. Dans l'ensemble, la Banque s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence demeure dans la moitié inférieure de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation d'ici la fin de l'année.

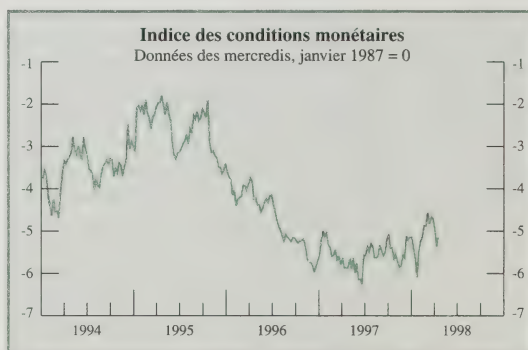
Conclusions

Malgré l'incertitude qui subsiste quant à l'évolution de la situation économique internationale, l'économie canadienne demeure engagée sur la trajectoire d'une solide expansion. L'économie est fondamentalement saine, et les perspectives en matière d'inflation ont peu changé au cours des six derniers mois; on continue de s'attendre à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence se maintienne dans la moitié inférieure de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation. Cependant, compte tenu des retombées de la crise asiatique et de la baisse des prix des produits de base, l'expansion économique ne sera pas aussi robuste en 1998 qu'on l'avait prévu l'automne dernier. Comme il a déjà été indiqué, nous estimons à l'heure actuelle que l'économie croîtra à un rythme de 3 1/2 % jusqu'au milieu de 1999.

Même si l'incertitude entourant les perspectives d'évolution de l'économie est bien plus grande qu'à l'ordinaire, les risques à cet égard semblent s'équilibrer. Les risques d'un recul de l'activité tiennent principalement à la situation en Asie et à l'évolution des prix des produits de base. Cependant, certains facteurs – notamment le dynamisme continu de l'économie

américaine et l'essor de l'agrégat monétaire au sens étroit au Canada (M1) – donnent à penser que l'économie canadienne pourrait être plus vigoureuse que prévu.

En tenant compte de tous ces facteurs, la Banque est d'avis que le maintien, jusqu'à la publication du prochain *Rapport*, des conditions monétaires à l'intérieur de la fourchette où elles se sont récemment situées serait approprié dans l'ensemble si aucun nouveau choc ne se produit, et qu'il est compatible avec la vigueur attendue de la demande globale, l'absorption continue des ressources inutilisées et un taux d'inflation se situant à l'intérieur de la fourchette cible. Étant donné le degré d'incertitude susceptible de persister au cours de la période, les conditions monétaires pourraient continuer d'afficher des fluctuations relativement importantes. Par la suite, si l'activité économique demeure fondamentalement aussi forte qu'on le prévoit maintenant, des conditions monétaires moins expansionnistes s'imposeront à mesure que l'économie se rapprochera des limites de sa capacité et réalisera son plein potentiel.



Le *Rapport* sur la politique monétaire de la Banque du Canada est publié deux fois l'an. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet ou du *Sommaire*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, Services de communication, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@bank-banque-canada.ca;

site web : <http://www.bank-banque-canada.ca/>

CA1
FN73
- M56

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

- November 1998 -



The silver dollar on the cover was issued in 1989 to mark the 200th anniversary of Sir Alexander Mackenzie's first voyage of discovery in the Canadian northwest. Mackenzie travelled from Fort Chipewyan along Great Slave Lake and down the river that bears his name to the Arctic Ocean. He found the route to the Pacific that he was searching for on his next great journey in 1793.

The design is the work of John Mardon.

*Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9*

893-49-90-687
CN ISSN 1201-8783

Printed in Canada on recycled paper

MONETARY POLICY REPORT

— November 1998 —



The international developments of the past year have affected our economy more than previously anticipated. And there is no doubt that those Canadian industries and regions that depend on the production of primary commodities are facing considerable difficulties. [However,] it is important to remember that, overall, our economy is still in good shape. This is, first and foremost, because some basic aspects of our economic situation have improved markedly in the last few years. We now have a low rate of inflation, a fiscal surplus, and a declining (though still high) public debt-to-GDP ratio. As well, Canadian businesses have undertaken major restructuring and investment initiatives to increase their productivity. Because of these fundamental strengths, we are now better positioned to weather sudden shocks.

— Gordon Thiessen

*Speech to the St. John's Board of Trade
St. John's, Newfoundland
23 September 1998*

CONTENTS

1. Introduction	5
2. Recent Developments in Inflation	6
Inflation and the target range	6
Factors at work on inflation	10
3. Achieving the Inflation-Control Targets	16
4. The Outlook for Inflation	20
Aggregate demand and supply	20
Temporary factors affecting inflation	24
Cost control	24
Measures of inflation expectations	25
Monetary indicators	26
Inflation projection	28
5. Conclusions	29
Bibliography	30

CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low inflation allows the economy to function more effectively and thereby contributes to better growth over time.
- Inflation-control targets ensure that monetary policy works to moderate cyclical fluctuations in income and employment. These targets help the Bank to make more accurate judgments about the growth potential of the economy.

The monetary policy instrument

- The Bank of Canada uses its influence on short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target range. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in monetary conditions is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly announced a series of targets for reducing inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. In December 1993, this target range was extended to the end of 1998. In February 1998, it was extended again to the end of 2001.
- By the end of 2001, the government and the Bank plan to determine the long-run target for monetary policy consistent with price stability.

Monitoring inflation

- In the short run, there is a good deal of movement in the CPI caused by transitory fluctuations in the prices of food and energy, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank focuses on the CPI excluding food, energy, and the effect of indirect taxes. This measure is referred to as the *core* CPI.
- Over longer periods, the measures of inflation based on the total CPI and the core CPI tend to follow similar paths. In the event of persistent differences between the trends of the two measures, the Bank would adjust its desired path for core CPI inflation so that total CPI inflation would come within the target range.

1. INTRODUCTION

During the past six months, global economic uncertainties have intensified, largely as a result of developments in emerging-market economies. The task for the Bank of Canada, as for monetary authorities in other industrial countries, has been twofold: to assess the implications of those developments for domestic economic activity and inflation, and thus for the stance of policy; and to address the volatility and nervousness in financial markets.

In our May *Monetary Policy Report*, we noted that a high degree of uncertainty existed because of the international environment. On the one hand, the adverse developments in Asia, particularly in Japan, were increasingly weighing on the Canadian economy. On the other hand, a buoyant U.S. economy was providing strong support for Canadian exports. In these circumstances, it was anticipated that the volatility in interest rates and exchange rates could be exacerbated. This in turn would likely cause monetary conditions to fluctuate over a relatively wide range.

In late summer, the turbulence in global markets intensified as a result of developments in Russia, particularly the decision by the Russian authorities to unilaterally declare a debt moratorium. This unanticipated action reverberated through financial markets around the globe. Many emerging-market economies were hit by large capital outflows and a sharp widening of interest rate spreads as nervous investors sought a safe haven, primarily in U.S. and European government bond markets. Similarly, there was a widening of spreads between private sector bonds and government bonds and a reduction in liquidity in markets for more risky instruments.

The past six months have thus been a period of coping with a high degree of uncertainty and volatility in global financial markets and of assessing the economic consequences of international developments for Canada. This *Report* reviews the actions taken by the Bank of Canada. It also gives our current assessment of the domestic and international factors at play, focusing on their implications for the economy and for future inflation relative to the Bank's inflation-control target range.

Given current international uncertainties, we must stress the highly conditional nature of the outlook. However, it is also important not to lose sight of the positive elements supporting continued expansion of the Canadian economy—a declining public sector debt-to-GDP ratio, restructuring of the private sector, and low and stable inflation.

This report includes information received to 21 October 1998.

During the past six months, global economic uncertainties have intensified . . .

. . . leading to increased volatility in financial markets.

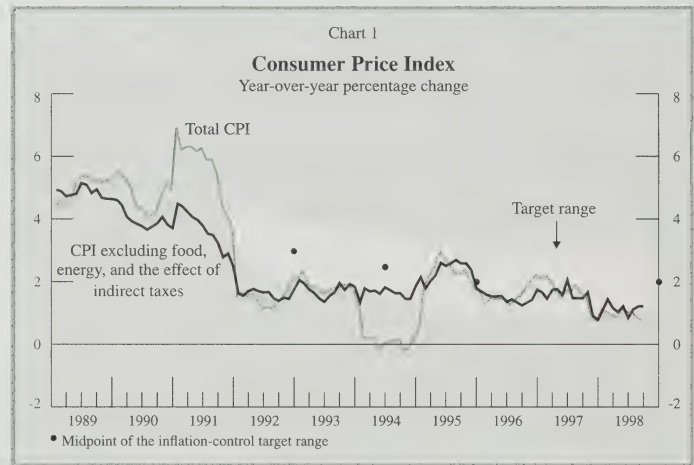
Given international uncertainties, the conditional nature of the outlook must be stressed.

2. RECENT DEVELOPMENTS IN INFLATION

Over the past six months, core inflation (CPI excluding food, energy, and the effect of changes in indirect taxes) has remained near the bottom of the Bank's inflation-control target range.

Inflation and the target range

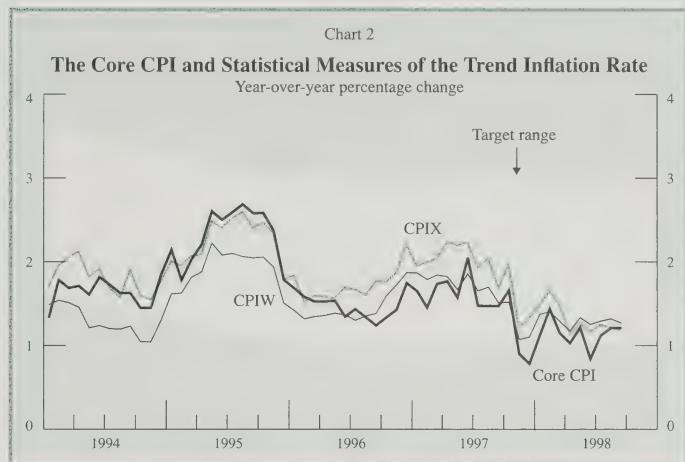
The 12-month rate of increase in the core CPI was 1.2 per cent in September, unchanged from March and slightly lower than our expectations (Chart 1). Two other statistical measures of the trend rate of inflation (CPIX and CPIW)¹ have remained relatively stable at about the same level as core inflation (Chart 2).



The fall in the external value of the Canadian dollar over the past year has pushed up prices in certain sectors. Although the depreciation of the Canadian dollar has contributed to a marked rise in the import prices of many non-energy consumer goods and services, only part of this effect has passed through to consumer prices, given the typical lags in this process. The depreciation has also contributed to increased demand for domestically produced goods and services and, hence, to price increases for such items as

1. CPIX excludes the eight most volatile components from the CPI as well as the effect of indirect taxes on the remaining components. CPIW uses an additional adjustment to each CPI basket weight that is inversely proportional to the component's variability. For more details, see Technical Box 1 in the November 1997 Report.

hotel accommodation.² Overall, we estimate that the price-level effects of the depreciation account for 0.4 percentage points of September's core inflation rate. Another factor that may be putting upward pressure on core inflation is an expectation that, over the longer term, inflation will be higher than the current low levels.



Other developments have acted to offset some of these influences on core inflation. Most importantly, excess supply in the economy and pressures from Asian suppliers have continued to restrain price increases. Competition in the retail sector has remained particularly intense, although the considerable number of store closures in the first half of 1998 has reduced excess retail capacity. In the long-distance telephone market, deregulation has increased competition and reduced rates. In addition, computer prices have been falling at an accelerated rate owing to technological change, lower component costs due to currency depreciations in Asia, and excess world capacity in the microchip industry.

For the total CPI, the 12-month rate of increase was 0.7 per cent in September, compared with 0.9 per cent last March. Further reductions in crude oil prices caused retail energy prices to decline, which in turn held back the overall rise in total CPI inflation.

Economy-wide, the price level has remained virtually unchanged. Year-over-year inflation based on the chain price index for GDP—which is characterized by weights that adjust to

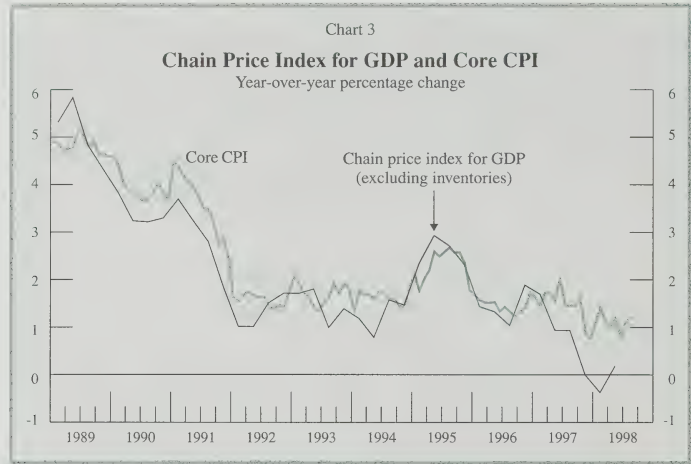
Total CPI inflation was held down by lower oil prices.

Economy-wide, the price level has remained virtually unchanged.

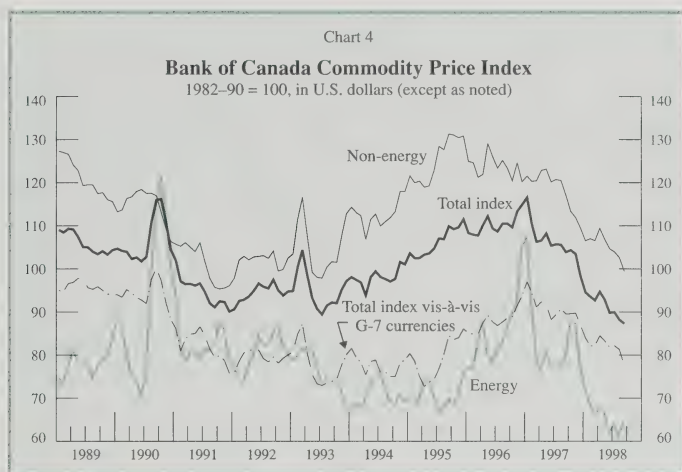
2. For a detailed discussion of the effect of exchange rate changes on consumer prices, see Laflèche (1996–1997).

Price increases for consumer and investment goods were offset by lower commodity prices.

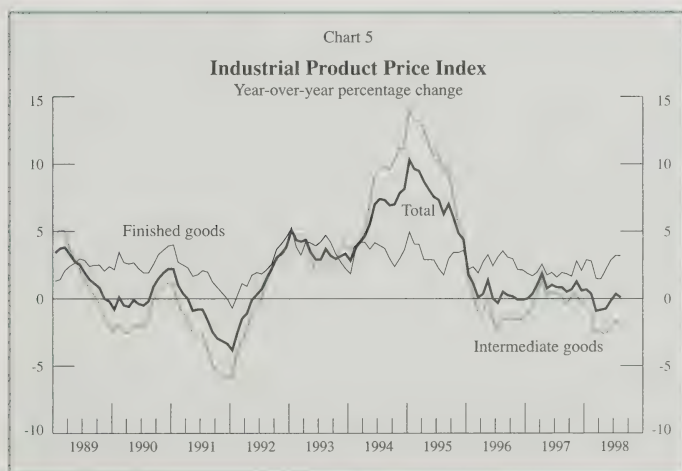
shifts in the composition of spending—was barely positive in the second quarter of 1998 (Chart 3). Moderate price increases for both consumer products and business fixed investment goods were offset by continuing reductions in the prices of commodity exports.



The declines in world commodity prices (Chart 4) reflected both demand and supply factors. Worldwide demand for commodities has fallen, primarily as a result of developments in Asia. Unusually large grain harvests and increased exports of metals, crude oil, and pulp from resource-rich countries were largely responsible for increased commodity supplies. There were also concerns that certain resource-rich countries that were having financial difficulties, such as Russia, might export more in the future.



At the manufacturing level, the aggregate industrial product price index has changed little on a year-over-year basis (Chart 5). Prices of many finished exports with contracts in U.S. dollars, such as motor vehicles, increased appreciably following the depreciation of the Canadian dollar against the U.S. dollar. However, this has been largely offset by lower prices for most manufactured intermediate goods, which reflect weak commodity prices.



Factors at work on inflation

Aggregate demand and supply

Real GDP growth slowed in the first half of 1998.

Following robust growth during 1997, Canada's economic expansion slowed in the first half of 1998, as the effects of developments in Asia began to show through, particularly in the resource sector. In the first half of this year, real GDP rose at an annual rate of about 2 1/2 per cent.³ Information to date suggests that economic growth slowed somewhat further in the third quarter. The recovery from strikes in the fourth quarter of 1997 boosted activity in early 1998, while labour disruptions in the automotive, pulp and paper, housing, airline, and education sectors cut activity between June and September. However, when the first three quarters of 1998 are taken as a whole, these factors had little effect on growth.

Export growth, while still strong, moderated as a result of adverse developments in Asia and production disruptions in the auto industry.

Export volumes grew briskly in the first half of 1998 but eased from the vigorous pace of 1997. U.S. demand for machinery and equipment and intermediate goods continued to increase. However, exports of commodities (especially forest products) to Japan and other East Asian countries declined considerably (Technical Box 1). Exports of automotive products also fell sharply in June and July, mainly because of temporary shutdowns at General Motors, following labour disruptions at two U.S. parts plants. By early August, production had returned to normal.

Substantial employment growth contributed to continued marked gains in household expenditures.

Household expenditures increased strongly in the first half of 1998, though at a slightly lower rate than in 1997. Spending on items other than durable goods and housing continued to expand at a fairly robust pace, moving the savings rate to a record post-war low. In the first quarter of 1998, further substantial employment gains (especially in paid, full-time jobs) helped keep consumer confidence relatively high. Subsequently, employment growth eased, and there were renewed concerns over job prospects towards mid-year (Charts 6 and 7). New residential construction in the second quarter was also slowed by a series of strikes in the Toronto area. With those strikes largely settled by early August, housing starts recovered towards pre-strike levels.

3. This *Report* does not incorporate historical revisions to the National Accounts published by Statistics Canada on 30 October. As a result of these revisions, which extend back to 1993, real GDP growth in the first half of 1998 was revised down. However, upward revisions to earlier years raised the level of GDP in the second quarter of 1998 above the previous estimate.

Technical Box 1

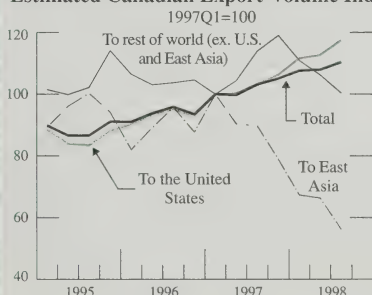
Recent Changes in Export Volumes

In 1998, Canadian export volumes (adjusted for the effects of the General Motors strike) have grown broadly in line with expectations. Exports have continued to rise considerably since the first half of 1997, chiefly because of the remarkable strength of U.S. domestic demand. However, overall export growth has been held back by the sharp fall in exports to East Asia,* owing to the significant weakening of economic activity in that region and the substantial appreciation of the Canadian dollar against Asian currencies.

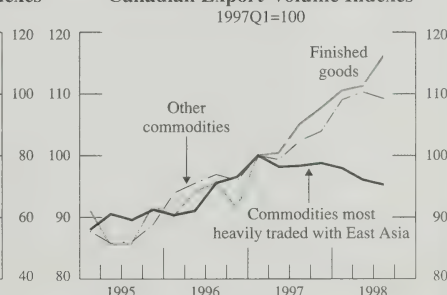
Large gains in the sales of *finished goods* to the United States (such as machinery and equipment, automotive products, and other consumer goods) have driven the expansion in total exports since early 1997. Furthermore, exports of finished products have been affected only slightly by the worsening East Asian economic situation. These countries import relatively few finished goods from Canada. In addition, many Canadian exporters have existing medium-term contracts with U.S. importers.

Total exports of those *commodities most heavily traded with East Asia* (farm and fish products, lumber, pulp and paper, coal, metallic ores, aluminum, and organic chemicals)** have declined since the second quarter of 1997; Canadian producers appear to have reduced production and exports from high-cost facilities in response to the markedly lower selling prices for these commodities. The fall in exports to East Asia was partly counterbalanced by the strength of U.S. demand for intermediate goods. This strength, plus new Canadian capacity coming on stream, has also supported a significant rise in exports of *other commodities* since the second quarter of 1997.

Estimated Canadian Export-Volume Indexes



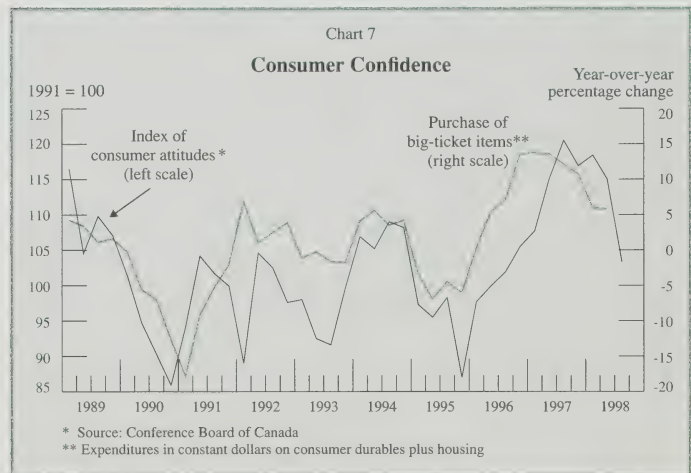
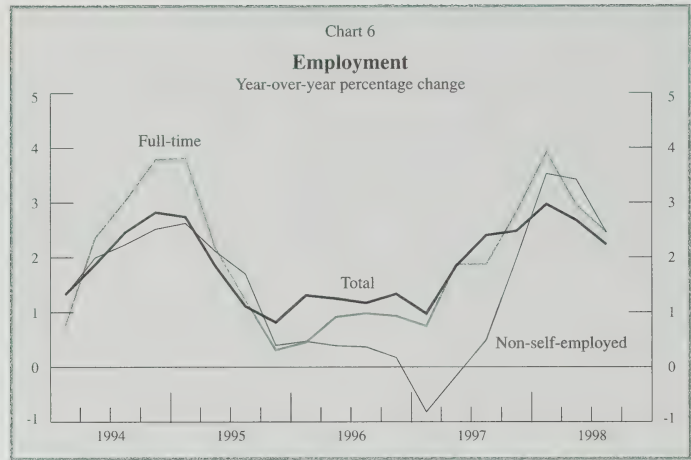
Canadian Export-Volume Indexes



Note: Estimates for the third quarter of 1998 are based on July-August data.

* For this discussion, East Asia comprises Japan, China, South Korea, Taiwan, Hong Kong, Singapore, Thailand, Indonesia, Malaysia, and the Philippines.

** About 20 per cent of Canada's exports of these commodities go to East Asia, representing more than two-thirds of our exports to this area. Shipments of these particular commodities also account for over 20 per cent of Canada's total exports worldwide.



The growth of business investment spending eased from the brisk pace of last year, and inventory investment fell considerably.

Business spending on capital goods grew less than last year, but was still substantial in the first half of 1998. Expenditures on structures rose at a faster rate than in 1997, while those on machinery and equipment slowed.

Inventory investment eased considerably, mainly in the wholesale and retail trade sectors. Department stores scaled back inventory levels to correct imbalances and as part of store closures.

The slowdown in the demand for import-intensive items, such as machinery and equipment and motor vehicles, contributed to a pronounced reduction in the growth of import volumes.

The current account deficit narrowed marginally to just under 2 per cent of GDP at mid-year (Chart 8). An improvement in the real trade balance was largely offset by a further deterioration in the terms of trade arising from the continuing decline in commodity prices.

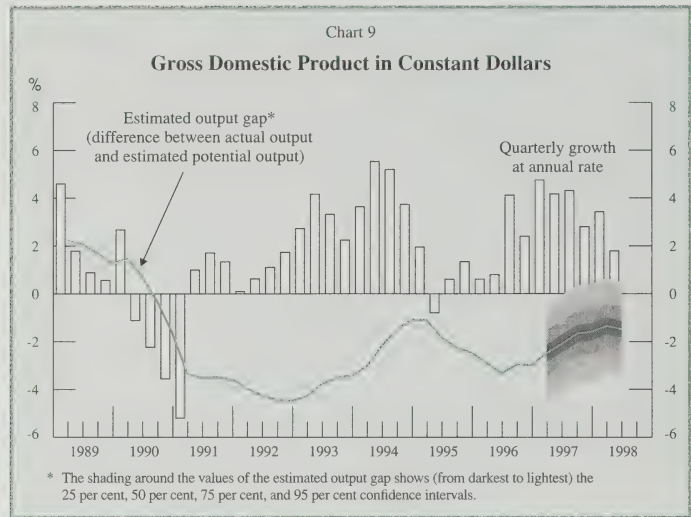
Domestic demand slowed, leading to reduced growth in import volumes.



Overall, aggregate demand grew at about the same rate as the economy's capacity to produce in the first half of 1998. As a result, Bank staff estimate that the output gap—the amount of excess supply in the economy as a percentage of capacity output—was essentially unchanged from the end of 1997 (Chart 9).⁴ Such estimates, it should be stressed, are highly imprecise and need to be viewed as points within a wide band of confidence in a statistical sense. Staff estimate that there is a 50 per cent probability that the output gap in the second quarter of 1998 was between $\frac{1}{2}$ and $2\frac{1}{2}$ per cent.

The amount of excess supply in the economy was almost unchanged.

4. The estimate of the output gap at the end of 1997 has been increased slightly to around $1\frac{1}{2}$ per cent because of revisions by Statistics Canada to its estimates of real GDP for 1997, released with the first quarter 1998 National Accounts estimates.



Cost control

Wage increases remained moderate in the first half of 1998

Wages, the largest component of the total costs of producing goods and services, once again rose at a moderate pace. Annual wage settlements in the unionized private sector averaged 1.5 per cent in the first half of 1998, compared with 1.7 per cent in the second half of 1997 (Chart 10). Wage settlements in the public sector were a little higher, averaging 1.8 per cent in the first half of 1998. Based on these and other measures, the underlying wage increase in the total economy is estimated to have been close to 2 per cent. This is confirmed by wage data from Statistics Canada's *Labour Force Information*. For example, the year-over-year increase in the average hourly wage, excluding overtime, for permanent workers was 2.0 per cent in the third quarter of 1998.

... and unit labour costs rose only a little despite lower productivity growth.

Productivity growth moderated in the first half of 1998, mainly because of the slowdown in output growth. Even so, the year-over-year rise in unit labour costs remained very low because of moderate growth in labour income per person-hour (Chart 11). The growth of labour income per person-hour was unusually high in early 1997 because of the timing of irregular bonus payments.

Chart 10

Wage Settlements

Effective annual increase in base wage rates for newly negotiated settlements



Chart 11

Unit Labour Costs and Labour Productivity

Year-over-year percentage change



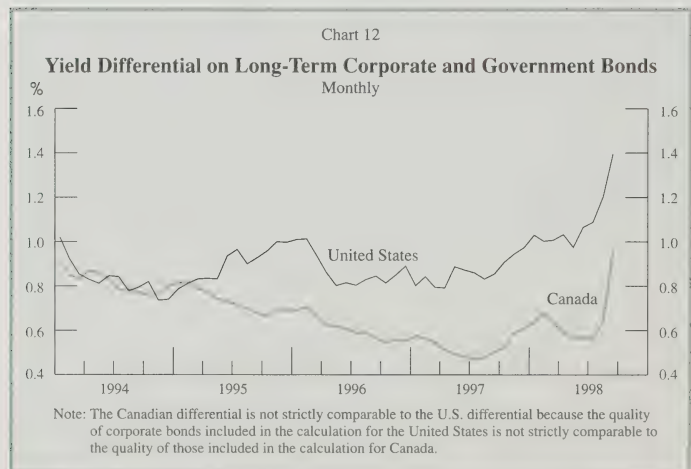
3. ACHIEVING THE INFLATION-CONTROL TARGETS

Global economic uncertainties have led to turbulence in financial markets.

Over the past six months, the conduct of monetary policy has been influenced by: the implications for the Canadian economy of the slowdown in world economic activity and the associated decline in commodity prices; intensified turbulence and uncertainty in global financial markets; the decline of the Canadian dollar in the context of these developments; and the effect of these factors on the outlook for inflation in Canada.

The crisis that began in Southeast Asia in 1997 spread to South Korea and worsened the problems already afflicting Japan, the world's second-largest economy. This summer, renewed political and economic turmoil in Russia further jolted confidence. Subsequently, some Latin American economies came under financial pressure. While there was an element of contagion in this chain of events, it is also the case that serious weaknesses in the emerging-market economies, particularly in their banking systems, played an important role. In several of these countries, as well as in Japan, it is not yet clear how quickly the necessary far-reaching reforms will be implemented.

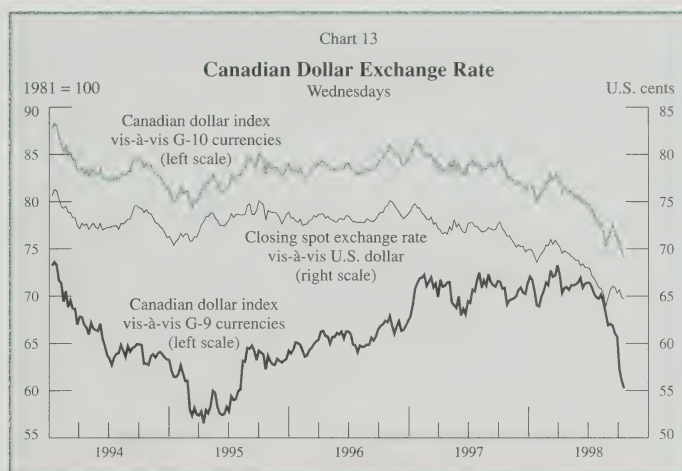
The acute uncertainties have resulted in volatile prices for all types of financial assets around the world. A flight to quality has favoured government bond markets in the G-10 countries, while raising the premiums for credit risk in other markets. Thus, interest rates in emerging markets have risen dramatically, and yield spreads between corporate and government bonds in the United States and Canada have widened appreciably (Chart 12).



These developments have also directly affected the Canadian dollar. Because Canada's trade depends more on resources than that of our major trading partners, there was downward pressure on the Canadian dollar as commodity prices continued to fall. From May through the first weeks of August, the dollar declined fairly steadily, for a cumulative depreciation of about 4 per cent on the G-10 index and of more than 5 per cent against the U.S. dollar (Chart 13). In the second half of August, the pace of decline picked up, and it became increasingly difficult for the market to see where the currency might eventually settle. Extrapolative expectations began to take hold, especially as the value of the Canadian dollar in terms of the U.S. dollar broke new lows day after day.

As the Canadian dollar came under sharp downward pressure ...

... extrapolative expectations began to take hold ...



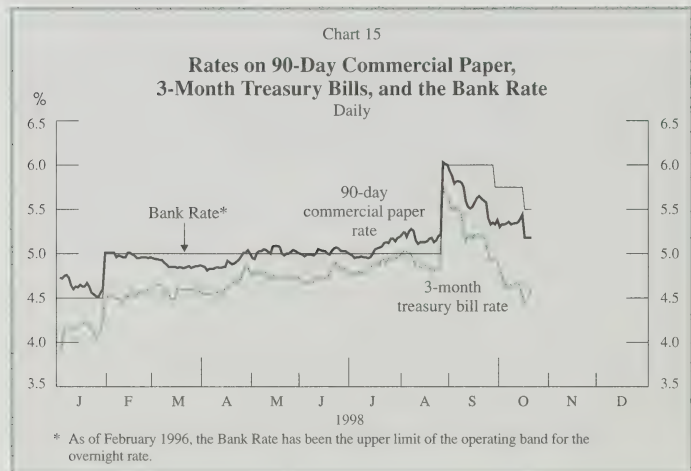
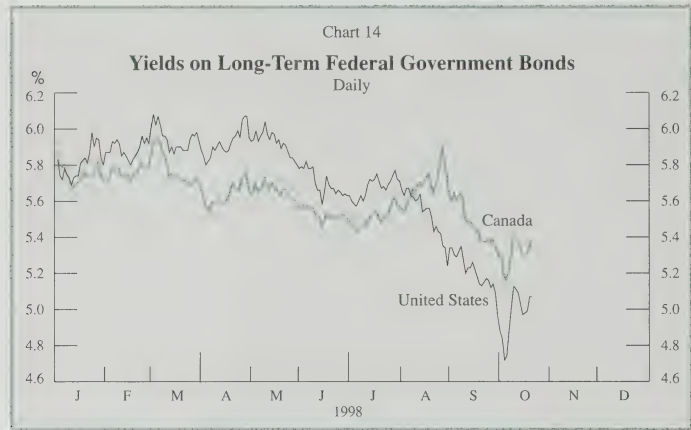
The increased risk premiums that emerged in Canadian interest rates became increasingly worrisome. Long-term interest rates were rising at a time when comparable rates in the United States were falling (Chart 14). Consequently, the long-term yield differential against the United States, which had been negative for a year, turned positive, and approached 50 basis points towards the end of August. Also, short-term interest rates rose (the 90-day commercial paper rate nearing $5\frac{1}{4}$ per cent), even though the Bank of Canada was holding the band for the overnight interest rate at 4.5 to 5.0 per cent (Chart 15).

... and higher risk premiums in Canadian interest rates emerged.

The intensification of the decline in the Canadian dollar and the rise in Canadian medium- and long-term interest rates signalled an undermining of the confidence of holders of Canadian dollar financial instruments. The Bank initially intervened heavily in the foreign exchange market, and then on 27 August raised the

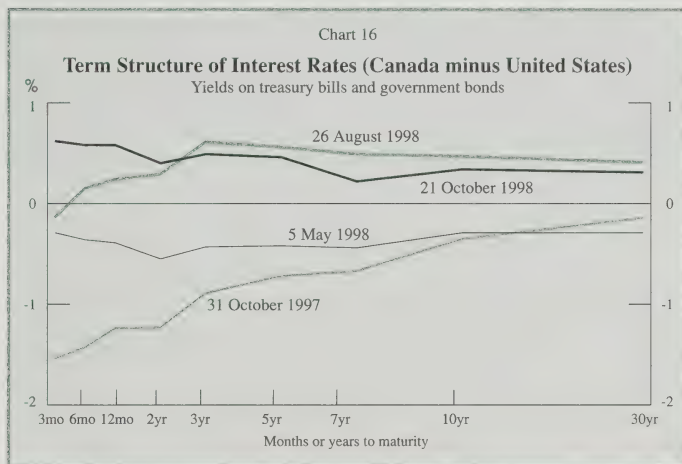
The Bank raised the overnight rate by 100 basis points to counter a loss of confidence in financial markets.

Bank Rate by 1 percentage point to counter the negative pressures in financial markets.



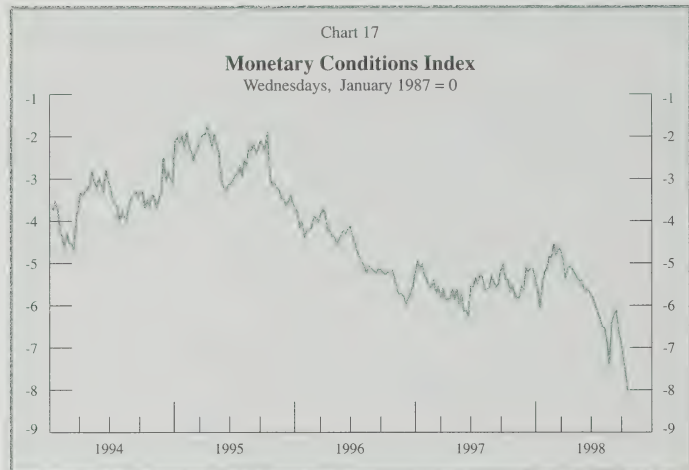
International financial markets remained nervous, and considerable volatility continued in global and Canadian financial markets. However, the Canadian dollar rallied after the Bank Rate increase, and the medium- and long-term yield spread vis-à-vis the United States narrowed (Chart 16). Indeed, as U.S. treasury yields continued to decline, Canadian medium- and long-term

rates fell to new lows. In turn, this allowed mortgage lenders to reduce their rates. The improvement in Canadian financial markets stemmed largely from the improved confidence engendered by the Bank Rate increase and growing expectations of lower U.S. rates. When the Federal Reserve lowered its target federal funds rate by $\frac{1}{4}$ of a percentage point on 29 September, the Bank of Canada followed suit, reducing the Bank Rate to $5\frac{3}{4}$ per cent. The Federal Reserve again reduced the federal funds rate by $\frac{1}{4}$ of a percentage point on 15 October. The next day the Bank lowered the Bank Rate by a similar amount, to $5\frac{1}{2}$ per cent.



In summary, heightened uncertainties and a slowing economy over the past six months have affected the conduct of monetary policy in two important respects. First, the Bank has had to place particular emphasis on calming financial markets, so that participants could focus on economic fundamentals, thus helping to restore confidence. Second, as anticipated in the *May Report*, monetary conditions have fluctuated widely but, with the sizable decline in the dollar over the period, have, on balance, eased considerably (Chart 17).

Monetary conditions have fluctuated widely and, on balance, have eased considerably.



4. THE OUTLOOK FOR INFLATION

When analyzing the outlook for inflation over the next two years, the Bank pays particular attention to the main factors that influence aggregate excess supply or demand, both current and projected. It also examines measures of inflation expectations and the pace of monetary expansion. When undertaking its analysis of economic prospects, the Bank is well aware of the uncertainty inevitably associated with its projections. It therefore also considers projections by other organizations, as well as alternative scenarios that assess the implications of important risks to the assumptions underlying the outlook.

Aggregate demand and supply

The economic and financial upheavals that began in Asia continue to adversely affect our economy.

The situation in various Asian economies and recent developments in other emerging-market economies (such as Russia and some Latin American countries) have resulted in a downward revision to estimates of global economic growth this year and next. However, growth is expected to be reasonably well sustained in North America, continental Europe, and the United Kingdom, given the underlying momentum in domestic demand in these economies. Among the G-7 countries, Japan is the main exception, reflecting weakness in both macroeconomic conditions and in the banking sector. Indeed, most of the downward revision to economic growth among industrial countries in the latest

World Economic Outlook (WEO) of the International Monetary Fund is the result of a much weaker outlook for Japan.⁵

In the United States, the pace of economic expansion once again exceeded the growth in potential output during the first half of 1998. However, the rate of increase in real GDP is expected to ease as a result of the international economic slowdown and the fallout from financial market nervousness.

U.S. core inflation (which excludes food and energy prices) has remained between 2 and 2.5 per cent. It is expected to change little over the next year, since the past appreciation of the U.S. dollar and declines in commodity prices should offset any upward pressures arising from excess demand in labour markets.

In response to the economic consequences of international developments, unsettled conditions in financial markets generally, as well as a concern about credit availability resulting from cautious behaviour by lenders, the Federal Reserve lowered short-term interest rates in late September and again in mid-October. In the context of contained inflation, these actions are designed to sustain economic growth in the United States. Financial markets have built in expectations of further interest rate cuts.

Although the pace of recovery in the major European countries, particularly Germany, appears to have moderated around mid-year, economic growth is expected to be well sustained through the end of 1999. In the United Kingdom, where capacity constraints have been a concern, the economic expansion has begun to slow. In response to domestic developments and unsettled international financial markets, the Bank of England lowered its official rate by 25 basis points to 7 1/4 per cent on 8 October.

The Japanese economy contracted substantially during the first half of 1998. Further contraction is anticipated in the second half of the year, given worsening labour market conditions, falling domestic and foreign demand, and increasingly difficult financing conditions for firms. On the assumptions that monetary conditions will remain accommodative, that progress will be made on banking sector reform, and that additional fiscal policy stimulus will be undertaken, a modest recovery is expected in Japan in 1999.

The U.S. expansion is expected to continue, although at a slower pace ...

... while the solid rate of expansion in Europe should persist.

Economic recovery in Japan, however, will be slow.

5. The following table compares economic growth rates of the latest WEO with those (in parentheses) from last spring's WEO.

	<u>1998</u>	<u>1999</u>
World output	2.0 (3.1)	2.5 (3.7)
Industrial countries	2.3 (2.4)	2.0 (2.4)
Japan	-2.5 (0.0)	0.5 (1.3)
Industrial countries excluding Japan	3.1 (2.8)	2.3 (2.6)

Excess commodity supplies worldwide should gradually diminish. Thus, world commodity prices are expected to begin a gradual recovery next year.

Improved competitiveness will support further growth of exports ...

Turning to Canada, we note that developments in Japan and in many of the emerging economies, together with the anticipated slowdown in the growth of the U.S. economy, will tend to restrain the growth of Canadian exports over the next year. As well, Canadian shipments of commodities from high-cost sites may be further cut back until commodity prices recover significantly. Overall, however, total export volumes should continue to expand because of improved Canadian competitiveness, arising from the recent currency depreciation and from Canada's good price and cost performance relative to its trading partners (Technical Box 2). Exports of automotive products have already recovered, following the end of labour disruptions that had adversely affected operations at General Motors' Canadian facilities.

... and will encourage Canadians to switch from foreign to domestic products.

Canada's improved competitiveness is also expected to lead to more switching by Canadian business and consumers from foreign to domestic products, resulting in a further decrease in the growth of imports.

Growth of business investment and household expenditures is expected to slow.

The growth of business investment is expected to slow through to the end of 1999, with the extent of the slowdown a function of the state of business confidence. A reduction in cash flow arising from the downturn in commodity prices will likely cause resource-based firms to spend less. Capital spending on electrical utilities in eastern Canada is also likely to fall back after being raised temporarily this year by the rebuilding of electrical transmission and distribution networks following last winter's ice storm. Inventory investment may also be reduced further in 1999 as some firms correct stock imbalances.

The effects of international developments are also evident in the labour market and in the recent measures of consumer confidence. While total employment has continued to expand, job gains have been concentrated in the service sector and in part-time employment, with jobs in the primary sector and in related manufacturing processing down sharply. These developments in the labour market, together with the recent financial market turmoil, have led to a decline in consumer confidence. If confidence does not recover quickly, an expected slowdown in household demand would likely persist through the balance of this year and well into 1999.

Technical Box 2

Measuring International Competitiveness

Competitiveness has many dimensions. One is the evolution of a country's prices or costs relative to a weighted average of those of its main competitors, expressed in the same currency. This is usually referred to as the *real exchange rate*. International organizations such as the International Monetary Fund (IMF), the Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), and the Bank for International Settlements (BIS) regularly publish real exchange rate indexes for Canada and other countries. These indexes differ in terms of the price series that are compared across countries, in the number of countries that are considered as potential competitors, and in the weights used.

Over time, there may be appreciable differences in the evolution of the various indexes. Our research shows that, for Canada, observed differences are caused more by the different evolution of the price series used than by the set of competitor countries or the weights applied. Chart 1 compares the evolution of Canada's consumer prices (CPI), adjusted for exchange rate movements, to those of the United States, the G-10 countries, and 42 industrial and emerging-market countries. It shows that broadening the set of countries does not significantly affect the measurement of the real exchange rate.

Chart 2 compares measures based on three different price series. The J.P. Morgan index compares the evolution of Canada's producer prices (PPI) with those of 44 industrial and emerging-market countries. The IMF series compares Canada's unit labour costs (ULC) in the manufacturing sector with those of 16 industrial countries. The BIS series reflects the evolution of Canada's CPI relative to prices in 25 mainly industrial countries. Of the three price measures, the CPI is probably the most familiar. However, it includes a large number of non-traded goods and imports. Producer prices cover a narrower range of goods, most of which are tradable. But the homogeneous nature of these goods makes it unlikely that large price differences would be observed between countries. Unit labour costs in manufacturing are considered by some to give a better picture of a country's competitive position, although they are subject to problems of measuring productivity. Their strength is that they compare an important component of costs in a sector that is highly exposed to international trade. Nevertheless, their omission of other costs and of the competitive position of other sectors means that they are not comprehensive.

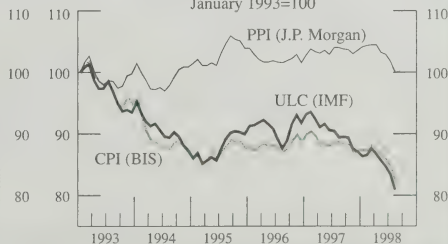
Chart 1

**Real CPI-Based Exchange Rate Measures:
Country Coverage**
January 1993=100



Chart 2

**Real Exchange Rate Measures:
Selected Price Indexes**
January 1993=100



The latest consensus among private sector forecasters for the growth of real GDP (on an annual average basis) is 2.9 per cent this year and 2.2 per cent in 1999.⁶ In June, the consensus forecast was 3.4 per cent and 2.8 per cent for 1998 and 1999, respectively. As already noted, it is important to stress the conditional nature of economic projections at this time because of the degree of international uncertainty. On the assumption that domestic demand in the United States and in Europe remains on an expansionary track (as is generally anticipated), the Bank would expect GDP growth to be within a range around the consensus rate of just under 3 per cent this year. For 1999, there are two key uncertainties—volatility in global financial markets and the policy thrust in Japan. With progress expected to be made on both these fronts, the Bank sees growth in Canada next year in the range of 2 1/4 to 3 1/4 per cent. The latest IMF and OECD projections for economic growth in Canada next year are just above the lower end of this range. Projections at the upper end of the range depend primarily on a stronger response of net exports (i.e., higher exports and lower imports) to current levels of competitiveness than incorporated in most private sector forecasts.

Temporary factors affecting inflation

The price-level effects from the depreciation of the Canadian dollar will temporarily add to inflation pressures . . .

The depreciation of the Canadian dollar against the U.S. dollar should continue to put upward pressure on the prices of many imported goods and services over the next year or so. Price discounting might decrease over the next year and a half, as restructuring results in less excess capacity in the retail sector. At the same time, currency depreciations and weak economic conditions in several Asian countries may lead to greater price cutting on items such as clothing and durable goods, as retailers take advantage of cheaper foreign sources of supply. On balance, these transitory factors should put slight upward pressure on core inflation through 1999.

For the total CPI, exchange rate effects on food prices are expected to put upward pressure on the year-over-year rate of increase through the fall and winter of 1998–99.

Cost control

. . . while increases in unit labour costs should remain low.

Wage increases are likely to be moderate over the remainder of 1998 and through 1999, owing to both low price inflation and continued excess supply in the labour market. To the extent that

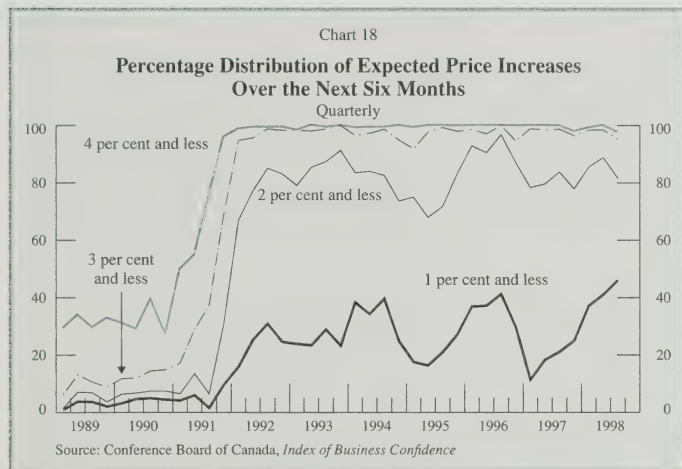
6. Department of Finance (1998).

productivity gains continue to be comparatively modest, the rate of increase in unit labour costs may rise slightly but should remain low.

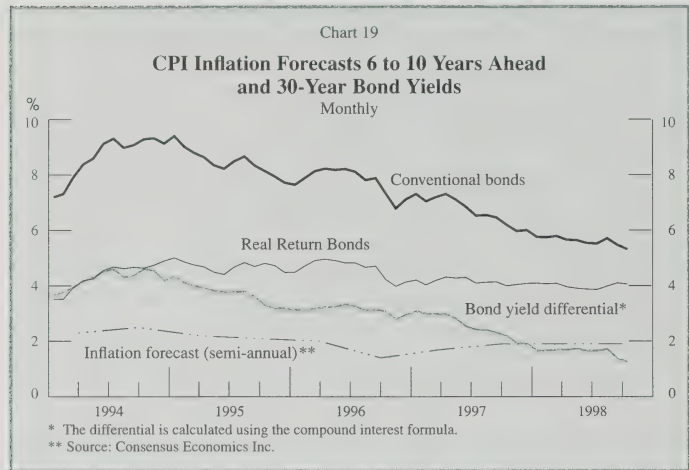
Measures of inflation expectations

Expectations of inflation are influenced both by recent developments in inflation and by the credibility of the Bank's inflation-control strategy. In the regular survey reported in the Conference Board's *September Index of Business Confidence*, 82 per cent of respondents (compared with 86 per cent in the March 1998 survey) expected inflation to be 2 per cent or less over the near term (Chart 18). The average private sector forecast for CPI inflation is 1.2 per cent this year and 1.6 per cent in 1999. Longer-term inflation forecasts, as reported by Consensus Economics Inc., also continue to be slightly below the midpoint of the inflation-control target range (Chart 19).

Longer-term inflation expectations are still well within the inflation-control target range



The differential between the yield on conventional bonds and Real Return Bonds has declined further (Chart 19). While this differential is affected by market liquidity and portfolio preferences, its steady decline to less than 1½ per cent is evidence that investors are increasingly confident that inflation will remain low over the long run.



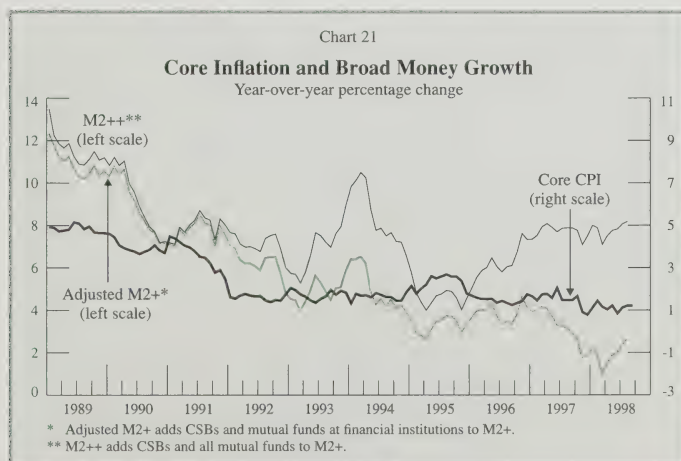
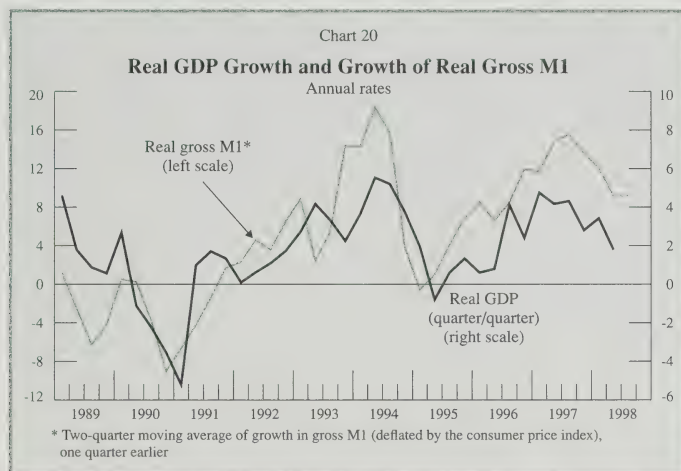
Monetary indicators

Monetary aggregates indicate steady output growth and low inflation.

M1 growth has moderated. This is attributable in part to the rise in short-term interest rates since mid-1997. However, evolving structural factors have continued to influence M1 developments over time. The distinction between transactions balances included in M1 and other deposits has become less marked since the phasing-out of reserve requirements. This has permitted a shift back to current accounts, which now pay market-related rates of interest on tiered balances. At the same time, other innovations such as debit cards, ATMs, and telephone or personal-computer banking allow non-M1 accounts to be accessed more easily for transactions purposes, which may be reducing M1 balances.

Real M1 (adjusted for inflation) has been a good leading indicator for output (Chart 20), and recent research suggests that M1 might also help predict longer-term developments in price levels. Its recent growth suggests that output should continue to grow at a rate near potential and that inflation will remain inside the target range, although the innovations affecting M1, discussed in the preceding paragraph, make these projections more uncertain than before. Over the longer run, M1 is expected to slow considerably from its recent growth rates, unless there are further significant structural developments that would make M1 balances more attractive.

Broad money has been an indicator of short-term movements in output and the core CPI (Chart 21). Given the enormous shift from deposits to mutual funds in the 1990s, it is probably most informative for this purpose to look at the very broad aggregate M2++, which includes all mutual funds sold in Canada. (The adjusted M2+ aggregate includes only those funds sponsored by the deposit-taking institutions.) M2++ has been growing fairly steadily at a rate of about 8 per cent, which appears consistent with continued low inflation.



Inflation projection

Core inflation is expected to rise a little more .

... but remain in the lower half of the inflation-control target range.

Three factors should contribute to some further modest increase in core inflation to the end of 1999. First, longer-term inflation expectations are somewhat above actual inflation. Second, some of the downward pressure on prices arising from intense competition in the retail sector should ease over the period. Finally, the recent depreciation of the Canadian dollar against the U.S. dollar will tend to raise prices.

Several influences, however, will work to keep core inflation below the 2 per cent midpoint of the target range: slack in product and labour markets; low increases in unit labour costs; and reductions in the price of imports from Japan and various emerging-market economies in Asia.

In summary, the Bank expects core inflation to rise to about 1 1/2 per cent at the end of 1998 and then to be fairly steady in a range between 1 1/4 and 1 3/4 per cent over the course of 1999.

5. CONCLUSIONS

Over the past six months, economic projections for Canada have been lowered significantly because of the adverse consequences of international developments. Moreover, the ongoing uncertainties associated with these developments have placed a wider-than-usual confidence band around all projections.

Based on a view of sustained domestic demand in the United States and accommodative monetary conditions in Canada, the Bank expects that both external and domestic demand will continue to contribute to an expanding Canadian economy over the next year. However, given the importance of financial stability for underpinning household and business confidence, the extent to which growth will take up slack over this period will depend on how quickly international and domestic financial markets stabilize.

An important consideration for the Bank over the near term will therefore be to help preserve confidence among investors in Canadian financial markets.

Over the medium term, the fundamental focus of monetary policy remains on keeping the trend of inflation inside the Bank's target range of 1 to 3 per cent. As described in the *Report*, we expect inflation over the period to the end of 1999 to remain in the lower half of the target range.

*This is a report of the Monetary Committee of the Bank of Canada.
English Version: Ronald Burau, Charles Goodhart, Paul Jenkins,
John Peel and David Smith.*

BIBLIOGRAPHY

- Bank of Canada. 1991. "Targets for reducing inflation: Announcements and background material." *Bank of Canada Review* (March): 3–21.
- _____. 1991. "Targets for reducing inflation: Further operational and measurement considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3–23.
- _____. 1993–1994. "Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on monetary policy objectives." *Bank of Canada Review* (Winter): 85–86.
- _____. 1998. "Inflation-Control Targets Extended." Press Release (24 February).
- Canada. Department of Finance. 1998. *The Economic and Fiscal Update* (October).
- Canada. Statistics Canada. *Labour Force Information*. Statistics Canada Catalogue No. 71-001-PPB (monthly). Ottawa: Public Works and Government Services Canada.
- Conference Board of Canada. 1998. *Index of Business Confidence* (Autumn).
- _____. 1998. *Index of Consumer Attitudes* (Autumn).
- Consensus Economics Inc. 1991–1998. *Consensus Forecasts*. Various issues.
- International Monetary Fund. 1998. *World Economic Outlook*. Washington, D.C.: IMF (Spring, Autumn).
- Laflèche, T. 1996–1997. "The impact of exchange rate movements on consumer prices." *Bank of Canada Review* (Winter): 21–32.

BIBLIOGRAPHIE

- Banque du Canada (1991). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada*, mars, p. 3-21.
- (1991). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada*, septembre, p. 3-23.
- (1993-1994). « Déclaration du gouvernement et de la Banque du Canada au sujet des objectifs de la politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 85-86.
- (1998). « Prolongation de l'application des cibles de maîtrise de l'inflation », communiqué de presse, 24 février.
- Canada, ministère des Finances (1998). *Mise à jour économique et financière*, octobre.
- Canada, Statistique Canada. « Information population active », publication n° 71-001-PPB au catalogue (mensuel), Ottawa, Travaux publics et Services gouvernementaux Canada.
- Conference Board du Canada (1998). *Indice de confiance des entreprises*, automne.
- (1998). *Indice des attitudes des consommateurs*, automne.
- Consensus Economics Inc. (1991-1998). *Consensus Forecasts*, divers numéros.
- Fonds monétaire international (1998). *Perspectives de l'économie mondiale*, Washington (D. C.), FMI, printemps et automne.
- Laflèche, T. (1996-1997). « L'incidence des fluctuations du taux de change sur les prix à la consommation », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 21-32.

5. CONCLUSIONS

Au cours des six derniers mois, les projections économiques pour le Canada ont été révisées sensiblement à la baisse en raison des retombées négatives des événements survenus sur la scène internationale. De plus, l'incertitude persistante liée à ces événements a eu pour effet d'accroître l'intervalle de confiance qui est normalement associé à toute projection.

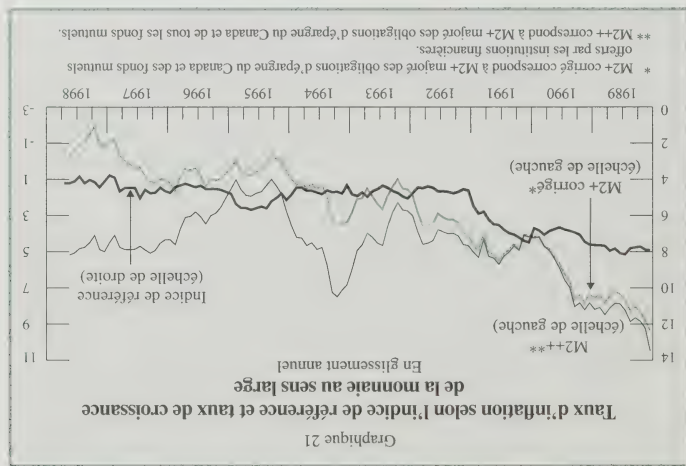
Tablant sur la progression soutenue de la demande intérieure attendue aux États-Unis et sur la présence de conditions monétaires expansionnistes au Canada, la Banque prévoit que tant la demande intérieure que la demande extérieure continueront d'alimenter la croissance de l'économie canadienne au cours de la prochaine année. Toutefois, étant donné l'importance que revêt la stabilité financière dans le maintien de la confiance des ménages et des entreprises, la marge de capacités inutilisées qui sera absorbée par la progression de la demande durant cette période dépendra de la rapidité avec laquelle les marchés financiers au pays et à l'étranger se stabiliseront.

À court terme, la Banque devra donc tout particulièrement s'attacher à préserver la confiance des investisseurs envers les marchés financiers canadiens.

À moyen terme, l'objectif fondamental de la politique monétaire demeure le maintien de la tendance de l'inflation à l'intérieur de la fourchette de 1 à 3 % visée par la Banque. Comme le mentionne le *Rapport*, nous prévoyons que l'inflation restera dans la moitié inférieure de la fourchette cible d'ici la fin de 1999.

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de Gordon Thiessen, Bernard Boinin, Charles Freedman, Paul Jenkins, Tim Noël et Sheryl Kennedy.

prix résultant de l'intensification de la concurrence dans le commerce de détail devraient s'atténuer au cours de la période. Enfin, la dépréciation récente du dollar canadien par rapport à la devise américaine poussera les prix à la hausse.



Toutefois, plusieurs influences vont concourir à maintenir l'inflation mesurée par l'indice de référence sous 2 %, le point médian de la fourchette cible : ce sont l'existence de capacités de production excédentaires et de ressources inutilisées sur le marché du travail, les faibles hausses des coûts unitaires de main-d'œuvre et le fléchissement des prix des produits importés du Japon et de plusieurs économies émergentes d'Asie.

En somme, la Banque s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence s'accélère pour atteindre environ 1 1/2 % à la fin de 1998, et qu'elle demeure relativement stable en 1999, oscillant entre 1 1/4 et 1 3/4 %.

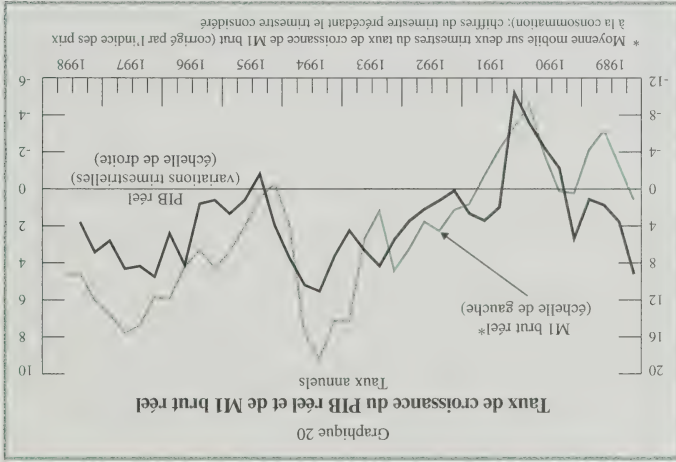
tout en se maintenant dans la moitié inférieure de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation.

Trois facteurs devraient contribuer à une augmentation modeste de l'inflation mesurée par l'indice de référence d'ici la fin de 1999. Premièrement, le taux d'inflation attendu à long terme est légèrement supérieur au taux d'inflation observé. Deuxièmement, quelques-unes des pressions à la baisse sur les

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait augmenter légèrement.

Les prévisions relatives à l'inflation

Les agrégats monétaires au sens large sont des indicateurs des variations à court terme de la production et de l'inflation mesurée par l'indice de référence (Graphique 21). Compte tenu du transfert massif de capitaux qui s'est opéré des dépôts vers les fonds mutuels dans les années 1990, M2++, un agrégat au sens très large qui englobe l'ensemble des fonds mutuels vendus au Canada, est sans doute l'indicateur le plus approprié. L'agrégat M2+ corrigé ne comprend que les fonds mutuels offerts par les institutions de dépôt. M2++ a connu une croissance assez constante, affichant un rythme de progression d'environ 8 %, ce qui semble compatible avec le maintien de l'inflation à de bas niveaux.

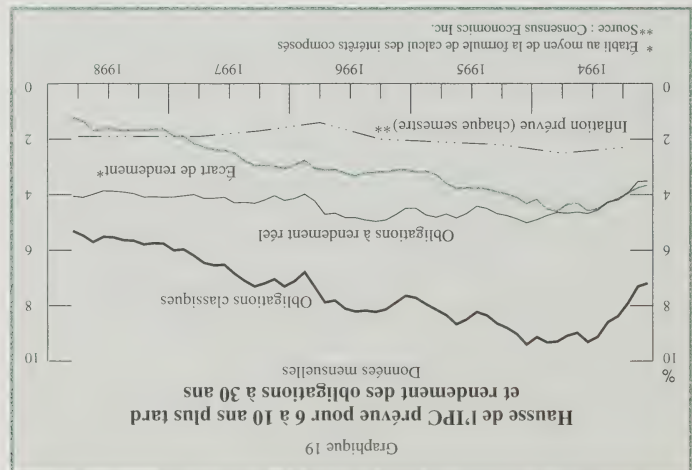


dont il est question au paragraphe précédent, rendent nos projections plus incertaines qu'elles ne l'étaient. À long terme, on s'attend à ce que la croissance de M1 ralentisse considérablement par rapport aux taux enregistrés dernièrement, à moins que des changements d'ordre structurel importants ne continuent de rendre plus attrayantes les encaisses de transaction qui entrent dans la composition de cet agrégat.

La croissance de M1 s'est ralentie, ce qui est imputable en partie à la hausse des taux d'intérêt à court terme observée depuis le milieu de 1997. Néanmoins, l'évolution des facteurs structurels a continué d'influencer le comportement de M1 ces dernières années. La distinction entre les encaisses de transaction comprises dans M1 et d'autres types de dépôts s'est atténuée avec l'élimination progressive des réserves obligatoires. Ceci a favorisé un retour des fonds vers les comptes courants, qui offrent maintenant des rendements progressifs établis en fonction des taux du marché. Par ailleurs, d'autres innovations financières, comme les cartes de débit, les cartes de guichet automatique, les transactions bancaires par téléphone ou à partir d'un ordinateur personnel, permettent de mobiliser plus facilement, pour le règlement d'opérations, les fonds tenus dans les comptes qui n'entrent pas dans la composition de M1, ce qui pourrait réduire les encaisses faisant partie de cet agrégat.

M1 en termes réels (corrigé des effets de l'inflation) a été un bon indicateur précurseur de la production (Graphique 20), et les recherches récentes portent à croire que M1 en termes nominaux pourrait également aider à prédire l'évolution du niveau des prix à long terme. La progression récente de cet agrégat donne à penser que la croissance de la production se poursuivra à un taux proche de celui auquel s'accroît la production potentielle et que l'inflation restera à l'intérieur de la fourchette cible; il convient toutefois de souligner que les innovations ayant influé sur M1, et

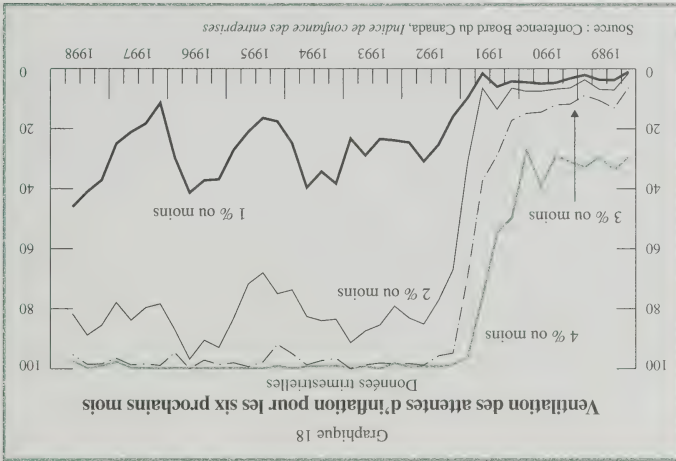
Les indicateurs monétaires



Les agrégats monétaires indiquent une croissance soutenue de la production et une faible inflation.

La mesure des attentes relatives à l'inflation

Les attentes relatives à l'inflation sont influencées à la fois par l'évolution récente de l'inflation et par la crédibilité accordée à la stratégie de maîtrise de l'inflation de la Banque. Les résultats de l'enquête régulière du Conference Board sur la confiance des entreprises canadiennes qui ont été publiés en septembre révélèrent que 82 % des répondants (comparativement à 86 % en mars 1998) s'attendaient à ce que l'inflation se situe à 2 % ou moins à court terme (Graphique 18). Selon les prévisionnistes du secteur privé, le taux d'inflation mesuré par l'IPC global devrait s'établir en moyenne à 1,2 % cette année et à 1,6 % en 1999. Les projections à plus long terme recueillies par Consensus Economics Inc. contiennent aussi de se situer légèrement sous le point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation (Graphique 19).



L'écart de rendement entre les obligations classiques et les obligations à rendement réel s'est encore réduit (Graphique 19). S'il est vrai que cet écart est influencé par le niveau des liquidités sur le marché et par les préférences en matière de composition des portefeuilles, son repli constant, jusque sous 1 1/2 %, montre que les investisseurs croient de plus en plus fermement que l'inflation demeurera faible à long terme.

Le taux d'inflation attendu à long terme se situe toujours nettement à l'intérieur de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation.

moins de 3 %. Pour 1999, les deux sujets d'incertitude les plus notables sont la volatilité des marchés financiers mondiaux et l'orientation des politiques mises en œuvre au Japon. Compte tenu des progrès attendus sur ces deux fronts, la Banque anticipe une croissance de 2 1/4 à 3 1/4 % au Canada l'année prochaine. Les plus récentes prévisions du FMI et de l'OCDE relativement à l'expansion économique au Canada en 1999 se situent juste au-dessus de la limite inférieure de cette fourchette. Les projections plus optimistes supposent une réaction plus vive des exportations nettes (volumes plus élevés d'exportations et plus faibles d'importations) aux niveaux actuels de la compétitivité que celle sur laquelle s'appuient les prévisions du secteur privé.

Les facteurs temporaires qui influent sur l'inflation

Le repli du dollar canadien vis-à-vis du dollar américain devrait continuer de pousser à la hausse les prix d'un grand nombre de biens et services importés au cours de la prochaine année environ. Les rabais pratiqués dans le secteur du commerce de détail pourraient s'atténuer d'ici les dix-huit prochains mois à mesure que la restructuration en cours donnera lieu à un amenuisement des capacités excédentaires dans ce secteur. Néanmoins, la dépréciation des monnaies de plusieurs pays asiatiques et les piètres conditions économiques qu'on y observe pourraient se traduire par des rabais plus importants sur certains articles comme les vêtements et les biens durables, car les détaillants voudront tirer parti des sources d'approvisionnement étrangères moins chères. Dans l'ensemble, ces facteurs transitoires devraient exercer une légère pression à la hausse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence tout au long de 1999.

L'incidence de la
dépréciation du dollar
canadien sur le niveau
des prix donnera lieu
à une intensification
temporaire des pressions
qui s'exercent sur
l'inflation...

Les effets des variations du taux de change sur les prix des aliments devraient entraîner une accélération du rythme d'accroissement sur douze mois de l'IPC global cet automne et l'hiver prochain.

La maîtrise des coûts

Compte tenu de la faible montée des prix et de la persistance d'une offre excédentaire sur le marché du travail, les salaires devraient progresser à un rythme modéré d'ici la fin de 1998 et en 1999. Dans la mesure où les gains de productivité continuent à être relativement modestes, le taux d'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre pourrait s'élever légèrement, tout en demeurant faible cependant.

... mais l'augmentation
des coûts unitaires de
main-d'œuvre devrait
rester modeste.

La progression des investissements des entreprises et des dépenses des ménages devrait continuer.

La compétitivité accrue du Canada devrait aussi amener les produits fabriqués au pays plutôt qu'à l'étranger, ce qui se traduira par un nouveau repli de la croissance des importations. On prévoit un ralentissement de la progression des investissements d'ici la fin de 1999, ralentissement dont l'ampleur dépendra du niveau de confiance des entreprises. La réduction des rentrées de fonds attribuable au fléchissement des cours des produits de base forcera probablement les entreprises d'exploitation des ressources naturelles à dépenser moins. Les investissements des compagnies d'électricité de l'est du pays devraient aussi s'inscrire en baisse après avoir été temporairement dopés cette année par la reconstruction des réseaux de transport et de distribution de l'électricité détruits par la tempête de pluie verglaçante de l'hiver dernier. Les investissements en stocks pourraient aussi fléchir de nouveau en 1999, à mesure que certaines entreprises rééquilibreront leurs stocks.

Les effets de la conjoncture internationale sont également manifestes sur le marché du travail et dans les récentes mesures de la confiance des consommateurs. Bien que le niveau global de l'emploi ait poursuivi sa progression, les emplois créés étaient le plus souvent des postes à temps partiel et ils étaient concentrés dans le secteur des services, tandis que dans le secteur primaire et les industries de transformation des matières premières, l'emploi a accusé une chute prononcée. Cette évolution, conjuguée aux turbulences récentes qui ont secoué les marchés financiers, a diminué la confiance des consommateurs. Si celle-ci ne se rétablit pas rapidement, le tassement attendu de la demande des ménages pourrait se poursuivre jusqu'à la fin de l'année et durant une bonne partie de 1999.

Selon les plus récentes prévisions du secteur privé concernant la croissance du PIB réel (en moyenne annuelle), celle-ci sera de 2,9 % cette année et de 2,2 % en 1999⁶. En juin, les prévisionnistes de ce secteur s'entendaient sur des taux de 3,4 et 2,8 % pour 1998 et 1999 respectivement. Toutefois, comme nous l'avons fait remarquer précédemment, il est important de souligner le caractère hypothétique des prévisions économiques établies en ce moment étant donné l'incertitude qui règne à l'échelle internationale. La Banque estime que, si la demande intérieure continue de progresser aux États-Unis et en Europe (comme on le prévoit généralement), la croissance du PIB avoisinera cette année le taux attendu par la plupart des prévisionnistes, soit un peu

6. Ministère des Finances (1998)



La mesure de la compétitivité internationale

Note technique 2

La compétitivité revêt plusieurs dimensions. L'une d'elles est l'évolution des prix ou des coûts d'un pays comparativement à une moyenne pondérée de ceux de ses principaux concurrents, tous exprimés en une même monnaie. C'est ce qu'on appelle d'ordinaire le *taux de change réel*. Des organismes internationaux comme le Fonds monétaire international (FMI), l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE) et la Banque des Règlements Internationaux (BRI) publient à intervalles réguliers des indices du taux de change réel pour le Canada et d'autres pays. Ces indices se distinguent les uns des autres par les séries de prix servant aux comparaisons entre pays, par le nombre des pays considérés comme des concurrents éventuels et par les pondérations utilisées.

Des différences appréciables peuvent se manifester au fil du temps dans l'évolution des divers indices. D'après nos recherches, celles observées dans le cas du Canada tiennent davantage à l'évolution différente des prix retenus qu'au choix des pays concurrents ou des pondérations. Le Graphique 1 permet de comparer l'évolution de l'indice des prix à la consommation aux États-Unis, dans les pays du Groupe des Dix et dans 42 économies industrielles ou émergentes. L'examen du graphique fait ressortir que la prise en considération d'un nombre accru de pays ne modifie pas de façon sensible la mesure du taux de change réel.

Le Graphique 2 présente trois mesures fondées sur des séries de prix différentes. L'indice de J. P. Morgan compare l'évolution de l'indice des prix à la production (IPP) au Canada à celle des prix à la production dans 44 économies industrielles ou émergentes. La mesure du FMI compare les coûts unitaires de main-d'œuvre (CUM) dans le secteur canadien de la fabrication avec ceux observés dans 16 pays industriels. La mesure de la BRI oppose l'évolution de l'IPC canadien à celle des prix dans 25 pays, pour la plupart industriels. L'IPC est sans doute la mieux connue de ces trois mesures de prix. Cependant, il comprend un nombre élevé de biens destinés au marché intérieur ou importés. Les prix à la production concentrent une gamme plus limitée de biens, dont la majorité sont exportables. Vu l'homogénéité de ceux-ci, il est toutefois peu probable que l'on observe de fortes différences de prix entre pays. De l'avis de certains, les coûts unitaires de main-d'œuvre observés dans le secteur de la fabrication donnent une idée plus juste de la position concurrentielle d'un pays, bien que la mesure de la productivité soulève des problèmes. Ils offrent l'avantage de permettre la comparaison d'une importante composante des coûts dans un secteur qui est très exposé à la concurrence internationale. En revanche, cette mesure n'est pas exhaustive puisqu'elle ne tient pas compte des autres coûts ni de la position concurrentielle des autres secteurs.

de taux visaient à soutenir la croissance de l'économie américaine. Il convient de signaler que les marchés financiers anticipent de nouvelles diminutions des taux.

Même si la reprise a semble se modérer vers le milieu de l'année dans les principaux pays européens, et surtout en Allemagne, on prévoit une croissance économique soutenue dans ces pays d'ici la fin de 1999. Au Royaume-Uni, où les contraintes de capacité ont été une source de préoccupation, l'expansion a commencé à décélérer. L'évolution de la situation interne et les turbulences sur les marchés financiers internationaux ont incité la Banque d'Angleterre à réduire son taux officiel d'escompte de 25 points de base, ramenant celui-ci à 7 1/4 % le 8 octobre.

Au Japon, l'activité économique s'est fortement contractée au cours du premier semestre de 1998. Un nouveau recul est prévu d'ici la fin de l'année compte tenu de l'aggravation de la situation sur le marché du travail, du tassement de la demande intérieure et étrangère et des conditions de financement de plus en plus difficiles auxquelles sont confrontées les entreprises. Si les conditions monétaires demeurent expansionnistes, que des progrès sont réalisés dans la réforme du secteur bancaire et que de nouvelles politiques de relance d'ordre budgétaire sont mises en oeuvre, l'économie japonaise devrait connaître une reprise modeste en 1999.

On prévoit que l'offre excédentaire de produits de base sur les marchés internationaux se résorbera progressivement, de sorte qu'un redressement graduel des cours mondiaux de ces produits devrait s'amorcer l'an prochain.

Pour ce qui est du Canada, il convient de noter que les difficultés qu'éprouvent le Japon et bon nombre d'économies émergentes, conjuguées à la décélération prévue de l'activité économique aux États-Unis, auront tendance à freiner l'avance des exportations canadiennes au cours de la prochaine année. En outre, les expéditions canadiennes de produits de base provenant d'exploitations dont les coûts de production sont élevés pourraient encore diminuer d'ici à ce que les produits de base renchéérissent de façon notable. Dans l'ensemble, toutefois, l'essor des exportations en volume devrait se poursuivre grâce à la compétitivité accrue que procurent au Canada la récente dépréciation de sa monnaie et la bonne tenue que notre pays affiche sur le plan des prix et des coûts par rapport à ses partenaires commerciaux (Note technique 2). Les exportations de produits automobiles se sont déjà redressées à la faveur de la résolution des conflits de travail qui ont perturbé les opérations des usines canadiennes de General Motors.

alors qu'en Europe
l'expansion devrait
maintenir sa cadence

Toutefois, la reprise de
l'activité au Japon sera

L'amélioration de la
compétitivité du Canada
soutiendra un nouvel
essor des exportations...

et incitera les Canadiens
à se procurer des produits
fabriqués au pays plutôt
qu'à l'étranger.

La demande et l'offre globales

La situation observée dans divers pays asiatiques et émergent (comme la Russie et certains pays d'Amérique latine) ont donné lieu à une révision à la baisse des estimations relatives à la croissance économique mondiale pour 1998 et 1999. Cependant, l'expansion devrait être assez soutenue en Amérique du Nord, en Europe continentale et au Royaume-Uni grâce au dynamisme fondamental de la demande intérieure dans leurs économies respectives. Parmi les pays du Groupe des Sept, le Japon constitue la principale exception, en raison de certaines faiblesses sur le plan macroéconomique et de la fragilité de son secteur bancaire. De fait, l'assombrissement marqué des perspectives de l'économie nipponne explique la majeure partie de la révision à la baisse que le Fonds monétaire international a apportée, dans la dernière livraison des *Perspectives de l'économie mondiale*, à ses estimations relatives à la croissance économique dans les pays industriels⁵.

Aux États-Unis, le rythme de l'expansion économique a une fois de plus dépassé celui de la progression de la production potentielle au premier semestre de 1998. Toutefois, l'accroissement du PIB réel devrait ralentir compte tenu de la baisse de régime de l'économie mondiale et des retombées de la nervosité des marchés financiers.

L'inflation hors alimentation et énergie dans ce pays est demeurée entre 2 et 2,5 %. Elle ne devrait guère varier au cours de la prochaine année, car l'appréciation passée du dollar américain et le fléchissement des cours des produits de base devraient compenser toute pression à la hausse émanant d'une demande excédentaire sur le marché du travail. Les retombées économiques de la situation internationale, l'instabilité qui règne sur les marchés financiers en général ainsi que la crainte d'un resserrement du crédit dû à l'attitude prudente des bailleurs de fonds ont amené la Réserve fédérale à abaisser les taux d'intérêt à court terme à la fin septembre et de nouveau à la mi-octobre. L'inflation étant contenue, ces réductions

5. Le tableau suivant établit une comparaison entre les taux de croissance économique contenus dans la dernière livraison des *Perspectives de l'économie mondiale* et ceux (indiqués entre parenthèses) de la livraison du printemps dernier.

	1998	1999
Production mondiale	2,0 (3,1)	2,5 (3,7)
Pays industriels	2,3 (2,4)	2,0 (2,4)
Japon	-2,5 (0,0)	0,5 (1,3)
Pays industriels (Japon non compris)	3,1 (2,8)	2,3 (2,6)

Les conditions monétaires ont varié considérablement mais, tout compte fait, se sont nettement assouplies.

En résumé, l'accentuation de l'incertitude et le ralentissement de la croissance économique observés pendant les six derniers mois ont influencé la conduite de la politique monétaire à deux importants égards. En premier lieu, dans le but de rétablir la confiance, la Banque a dû s'attacher tout particulièrement à calmer les marchés financiers afin que les opérateurs puissent se concentrer sur les facteurs fondamentaux de l'économie. En second lieu, comme on le prévoyait dans le *Rapport de mai*, les conditions monétaires ont beaucoup varié, mais elles se sont nettement assouplies dans l'ensemble, sous l'effet de la dépréciation marquée que le dollar a enregistrée au cours de la période (Graphique 17).



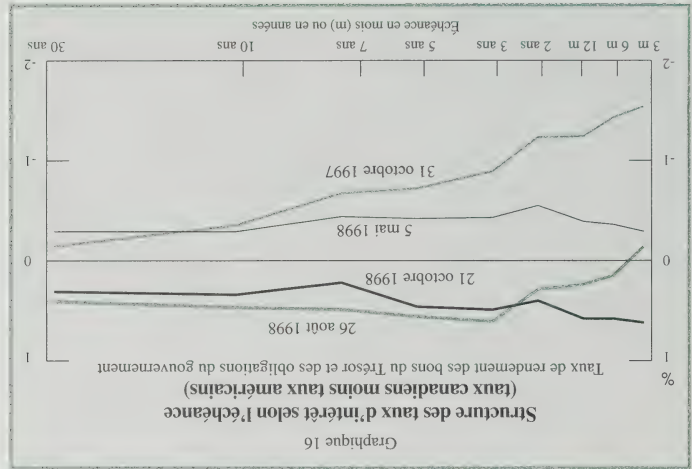
4. LES PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'INFLATION

Dans l'analyse qu'elle fait des perspectives en matière d'inflation pour les deux prochaines années, la Banque prête une attention particulière aux principaux facteurs qui influent sur l'excédent, actuel et attendu, de l'offre ou de la demande globale. Elle examine aussi les indicateurs des attentes relatives à l'inflation et le rythme d'expansion de la masse monétaire. Lorsqu'elle effectue son analyse, la Banque ne perd pas de vue que ses prévisions sont forcément incertaines. C'est pourquoi elle étudie également les projections faites par d'autres organismes ainsi que des scénarios de rechange qui décrivent l'incidence des principaux facteurs de risque qui pèsent sur les hypothèses sous-tendant ses projections.

La Banque a relevé le taux du financement à un jour de 100 points de base afin de contrer une diminution de la confiance sur les marchés financiers.

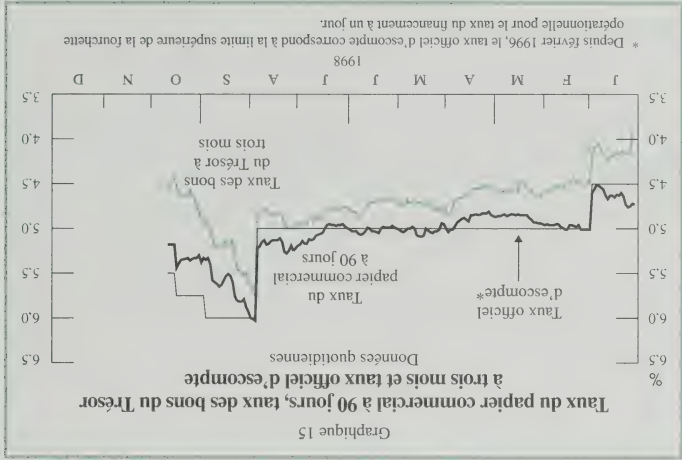
La chute de plus en plus rapide de notre monnaie et la montée des taux d'intérêt à moyen et à long terme au pays témoignaient d'une baisse de la confiance des détenteurs d'instruments financiers libellés en dollars canadiens. Dans un premier temps, la Banque est intervenue vigoureusement sur le marché des changes, puis, le 27 août, elle a relevé le taux officiel d'escompte d'un point de pourcentage afin de contrer les pressions négatives qui s'exerçaient sur les marchés financiers.

Les places financières internationales sont demeurées nerveuses, et la grande volatilité qui y régnait de même que sur les marchés financiers canadiens s'est maintenue. Toutefois, le dollar canadien s'est raffermi après l'augmentation du taux d'escompte, et l'écart entre les rendements à moyen et à long terme canadiens et américains s'est rétréci (Graphique 16). De fait, comme les taux de rendement des obligations du Trésor américain continuaient de fléchir, les taux d'intérêt à moyen et à long terme canadiens ont atteint de nouveaux planchers. Cela a permis aux prêteurs hypothécaires de réduire leurs taux. Le redressement observé sur les marchés financiers canadiens tenait dans une large mesure au regain de confiance engendré par le relèvement du taux d'escompte et par les attentes croissantes d'un repli des taux américains. Lorsque la Réserve fédérale a abaissé le taux cible des fonds fédéraux de $1/4$ de point de pourcentage le 29 septembre, la Banque du Canada lui a emboîté le pas en ramenant le taux d'escompte à $5\frac{3}{4}$ %. La Réserve fédérale a de nouveau diminué le taux des fonds fédéraux de $1/4$ de point de pourcentage le 15 octobre. Le lendemain, la Banque a également réduit le taux d'escompte de 25 points de base pour le fixer à $5\frac{1}{2}$ %.



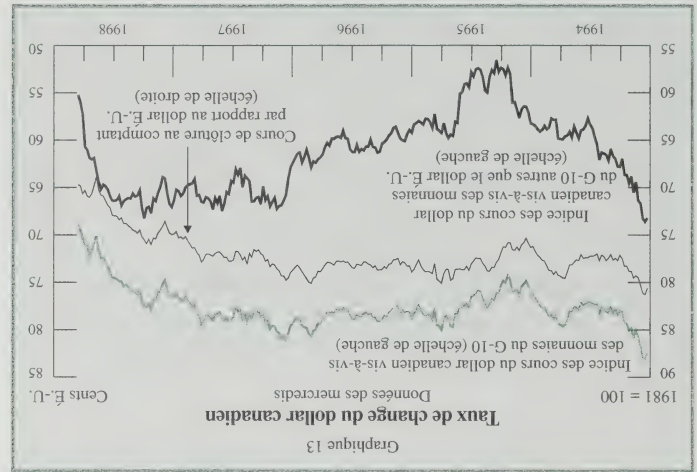
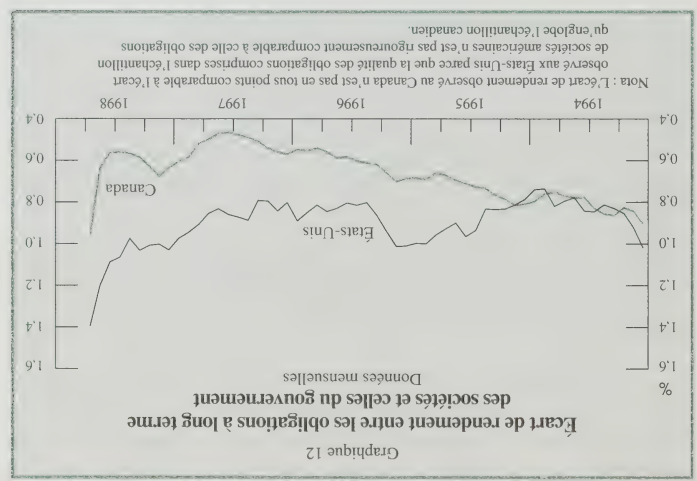
... et les primes de risque
incorporées aux taux
d'intérêt canadiens ont
augmenté.

L'augmentation des primes de risque incorporées aux taux d'intérêt canadiens devenait de plus en plus inquiétante. Les taux d'intérêt à long terme grimpèrent au Canada au moment où les taux comparables aux États-Unis se repliaient (Graphique 14). Par conséquent, l'écart entre les rendements à long terme canadiens et américains, qui avait été négatif pendant un an, est redevenu positif et a atteint près de 50 points de base vers la fin d'août. Par ailleurs, les taux d'intérêt à court terme se sont inscrits en hausse (celui du papier commercial à 90 jours flirtant 5 1/4 %), même si la Banque du Canada maintenait les limites de la fourchette du taux du financement à un jour à 4,5 et 5,0 % (Graphique 15).



marchés ont eu de plus en plus de difficulté à évaluer à quel niveau celui-ci allait se stabiliser. Des attentes voulant que cette tendance se poursuive ont commencé à s'enraciner sur les marchés, surtout lorsque le cours du dollar canadien par rapport à celui du dollar E.-U. s'est mis à toucher de nouveaux creux jour après jour.

...des attentes
extrapolatives ont
commencé à s'enraciner...



3. LA RÉALISATION DES CIBLES DE MAÎTRISE DE L'INFLATION

Au cours des six derniers mois, la conduite de la politique monétaire a été influencée par divers facteurs : les répercussions sur l'économie canadienne du ralentissement économique observé à l'échelle internationale et du recul des cours des produits de base qui en a résulté, l'intensification de l'agitation et de l'incertitude sur les marchés financiers mondiaux, la dépréciation que le dollar canadien a affichée dans ce contexte et l'incidence de ces phénomènes sur le profil futur de l'inflation au Canada.

La crise qui a pris naissance en Asie du Sud-Est en 1997 s'est propagée à la Corée du Sud et a aggravé les difficultés qu'éprouvait déjà le Japon, deuxième puissance économique mondiale. Cet été, la confiance a aussi été secouée par la recrudescence des problèmes politiques et économiques en Russie. Par la suite, certaines économies d'Amérique latine ont été en butte à des pressions sur les marchés financiers. Même si on ne peut nier l'existence d'un effet de contagion dans cette suite d'événements, il n'en demeure pas moins que les séries faiblesses observées dans certaines économies émergentes, et qui touchent particulièrement leurs systèmes bancaires, ont joué un rôle déterminant. Et dans plusieurs de ces pays, de même qu'au Japon, on ne sait pas encore combien de temps il faudra pour que les réformes en profondeur qui s'imposent soient mises en place.

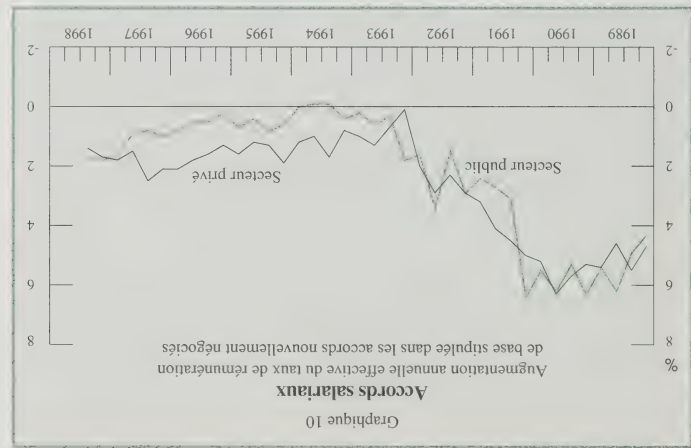
Dans ce climat de vive incertitude, les prix de toutes les catégories d'actifs financiers de par le monde sont devenus volatils. L'engouement des investisseurs pour les avoirs moins risqués a favorisé les marchés des obligations d'État des pays du Groupe des Dix et a provoqué un accroissement des primes de risque de crédit sur les autres marchés. Par conséquent, les taux d'intérêt dans les économies émergentes ont augmenté de façon spectaculaire, et les écarts entre les rendements des obligations des sociétés et ceux des obligations d'État se sont fortement accrus aux États-Unis et au Canada (Graphique 12).

Cette conjoncture a également eu une incidence directe sur le dollar canadien. Comme le Canada est davantage tributaire des ressources naturelles pour ses échanges commerciaux que ne le sont ses principaux partenaires, la chute continue des cours des produits de base a engendré des pressions à la baisse sur sa monnaie. De mai jusqu'aux premières semaines d'août, le dollar s'est déprécié de manière assez constante, perdant en tout 4 % de sa valeur environ vis-à-vis des devises du Groupe des Dix et plus de 5 % par rapport au dollar E.-U. (Graphique 13). Au cours de la seconde moitié d'août, le repli du dollar s'est accéléré, et les

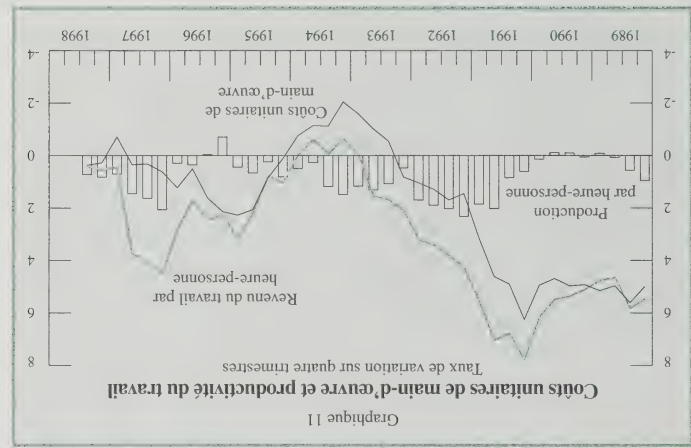
L'incertitude quant à l'évolution de l'économie mondiale a créé de l'agitation sur les marchés financiers.

Lorsque le dollar canadien est devenu l'objet de fortes pressions à la baisse..

publication de Statistique Canada intitulée *Information population active*. Ainsi, au troisième trimestre de 1998, le taux moyen de rémunération horaire (heures supplémentaires non comprises) des employés permanents était supérieur de 2,0 % au niveau qu'il affichait douze mois plus tôt.



La croissance de la productivité s'est atténuée au premier semestre de 1998, principalement à cause du ralentissement de l'expansion de la production. Malgré cela, la hausse sur quatre trimestres des coûts unitaires de main-d'œuvre est demeurée très faible grâce à l'avance modérée des revenus du travail par heure-personne (Graphique 11). Ceux-ci avaient connu une progression exceptionnellement vive au début de 1997, dans la foulée du versement de primes spéciales.



La marge de capacités
salariales sont restées
à peu près la même.

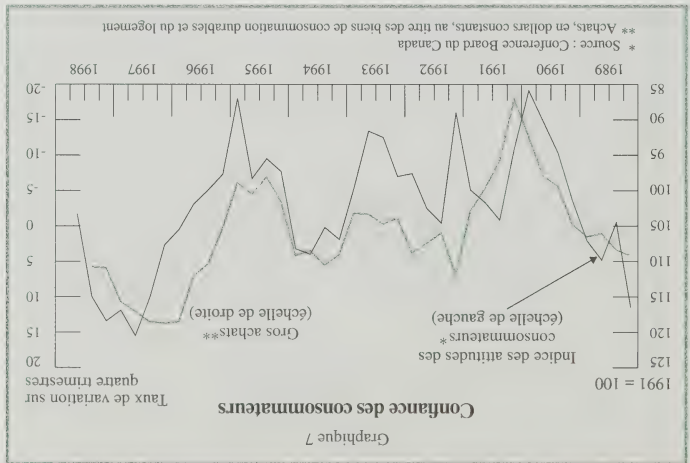
Dans l'ensemble, le taux de croissance de la demande globale a été sensiblement le même que celui de la production potentielle au premier semestre de 1998. En conséquence, le personnel de la Banque estime que l'écart de production – soit la marge de capacités inutilisées en pourcentage de la production potentielle – est essentiellement le même qu'à la fin de 1997 (Graphique 9)⁴. Il convient toutefois de souligner que de telles estimations sont très imprécises et qu'elles doivent être considérées comme des estimations ponctuelles à l'intérieur d'un large intervalle de confiance sur le plan statistique. Selon le personnel de la Banque, il y a une probabilité de 50 % que l'écart de production au deuxième trimestre se soit situé entre 1/2 et 2 1/2 %.



La maîtrise des coûts

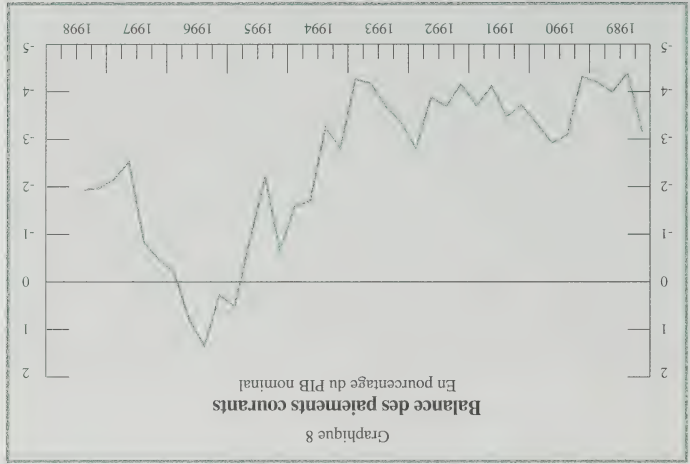
Les salaires, qui sont la plus importante composante de l'ensemble des coûts de production de biens et de services, ont de nouveau crû à un rythme modéré. Les augmentations annuelles consenties aux employés syndiqués du secteur privé se sont chiffrées en moyenne à 1,5 % au premier semestre de 1998, contre 1,7 % au second semestre de 1997 (Graphique 10). Elles ont été légèrement supérieures dans le secteur public, s'établissant en moyenne à 1,8 % durant les six premiers mois de l'année. En s'appuyant sur ces chiffres et sur d'autres mesures, on estime à près de 2 % la hausse tendancielle des salaires dans l'ensemble de l'économie, ce que confirment les données parues dans la

4. Par suite des corrections que Statistique Canada a apportées aux chiffres du PIB réel pour 1997 publiés dans le cadre des estimations des Comptes nationaux concernant le premier trimestre de 1998, l'écart de production à la fin de 1997 a été révisé légèrement à la hausse, ce qui le porte aux environs de 1 1/2 %.



La demande d'articles à forte teneur en importations, comme les machines et le matériel et les véhicules automobiles, a progressé moins rapidement, ce qui a contribué au tassement marqué de la croissance des importations en volume. Le déficit de la balance courante s'est légèrement rétréci pour se situer juste en dessous de 2 % du PIB en milieu d'année (Graphique 8). Le redressement du solde commercial en termes réels a été largement annulé par une nouvelle détérioration des termes de l'échange attribuable au fléchissement continu des prix des produits de base.

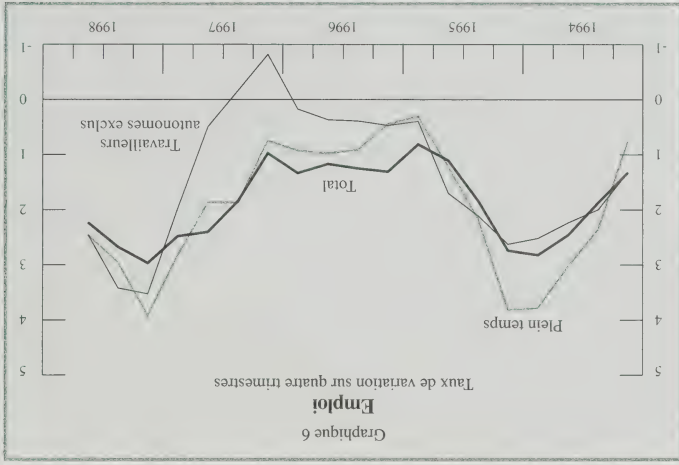
La demande intérieure a ralenti, ce qui a ralenti la progression des importations en volume.



Les investissements fixes des entreprises ont connu une croissance moins vive que l'année dernière, mais ils sont néanmoins demeurés importants au premier semestre de 1998. Les dépenses en installations se sont accélérées, alors que celles en machines et matériel ont ralenti.

Le rythme des investissements en stocks, en particulier dans les secteurs du commerce de gros et de la vente au détail, s'est nettement modéré. En vue de corriger des déséquilibres, les grands magasins ont réduit le niveau de leurs stocks; ces derniers ont aussi baissé par suite de la fermeture de points de vente.

La croissance des investissements fixes des entreprises a été ralentie par rapport au rythme rapide enregistré l'an dernier, et les investissements en stocks ont fléchi considérablement.



Les dépenses des ménages ont enregistré au premier semestre de 1998 une croissance vigoureuse, quoique légèrement inférieure à celle observée en 1997. Les achats d'articles autres que les biens durables et le logement ont continué de progresser à un bon rythme, faisant tomber le taux d'épargne à son plus bas niveau depuis la Deuxième Guerre mondiale. De nouveaux gains substantiels au chapitre de l'emploi (en particulier des emplois salariés à plein temps) durant les trois premiers mois de l'année ont contribué à maintenir la confiance à un niveau relativement élevé. Par la suite, l'essor de l'emploi a décéléré, ce qui a fait naître de nouvelles inquiétudes au sujet des perspectives d'emploi vers le milieu de l'année (Graphiques 6 et 7). La construction de nouveaux logements au deuxième trimestre a aussi été ralentie par une série de conflits de travail dans la région torontoise. Vers le début d'août, la plupart de ces conflits avaient été résolus, et les mises en chantier ont repris le rythme qu'elles affichaient avant leur déclenchement.

Les gains substantiels au chapitre de l'emploi ont contribué à la progression marquée que continuent d'enregistrer les dépenses des ménages.

L'évolution récente des exportations canadiennes

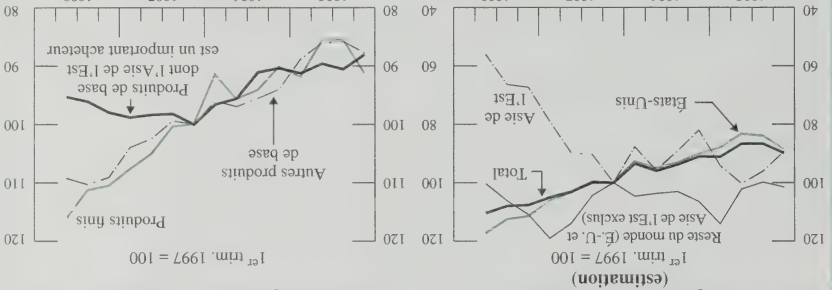
Note technique 1

En 1998, le volume des exportations canadiennes (abstraction faite de l'incidence de la grève chez General Motors) a connu une croissance conforme dans l'ensemble aux pronostics. Les exportations ont poursuivi leur vive progression amorcée au premier semestre de 1997, grâce surtout au dynamisme remarquable de la demande intérieure aux États-Unis. Cependant, la croissance de l'ensemble des exportations a été freinée par la forte baisse des exportations vers l'Asie de l'Est*, attribuable au net fléchissement de l'activité économique dans cette région du monde et à l'appréciation marquée du dollar canadien par rapport aux monnaies asiatiques.

Les gains importants enregistrés par les ventes de *produits finis* aux États-Unis (p. ex. celles de machines et de matériel, de produits automobiles et d'autres biens de consommation) ont été le moteur de l'expansion des exportations canadiennes depuis le début de 1997. En outre, les exportations de produits finis ne se sont ressenties que légèrement de la détérioration de la conjoncture économique en Asie de l'Est car les pays de cette région importent relativement peu de produits finis canadiens. Par ailleurs, un bon nombre d'exportateurs canadiens bénéficient de contrats à moyen terme avec des importateurs américains.

Les exportations des *produits de base* dont l'Asie de l'Est est un important acheteur (produits de l'agriculture et de la pêche, bois d'œuvre, pâte et papier, charbon, minerais métalliques, aluminium et produits chimiques organiques)** se sont repliées depuis le deuxième trimestre de 1997; les producteurs canadiens auraient, semble-t-il, réduit leur production et leurs exportations en provenance d'installations à prix de revient élevé en réponse à la baisse prononcée des prix de vente de ces produits. Le recul des exportations vers l'Asie de l'Est a été en partie neutralisé par la vigueur de la demande américaine de biens intermédiaires. Cette vigueur de la demande aux États-Unis, ainsi que la mise en service de nouvelles capacités au Canada, a également favorisé une hausse sensible des exportations des *autres produits de base* depuis le deuxième trimestre de 1997.

Indices des exportations canadiennes en volume



Nota : Les estimations pour le troisième trimestre de 1998 sont établies à partir des données de juillet et août.

* Pour les besoins du présent exposé, l'Asie de l'Est inclut le Japon, la Chine, la Corée du Sud, Taïwan, Hong Kong, Singapour, la Thaïlande, l'Indonésie, la Malaisie et les Philippines.

** Environ 20 % des exportations canadiennes de ces produits de base sont destinées à l'Asie de l'Est, et elles comptent pour plus des deux tiers du volume des exportations du Canada vers cette région du monde. Par ailleurs, les expéditions de ces produits représentent plus de 20 % de l'ensemble des exportations canadiennes.

pour lesquels les contrats sont établis en dollars E.-U., comme les véhicules automobiles, ont fait un bond par suite de la dépréciation du dollar canadien par rapport à son pendant américain. Toutefois, ce facteur a été largement compensé par le recul des prix de la plupart des biens intermédiaires manufacturés imputable à la faiblesse des cours des produits de base.

Les facteurs qui influent sur l'inflation

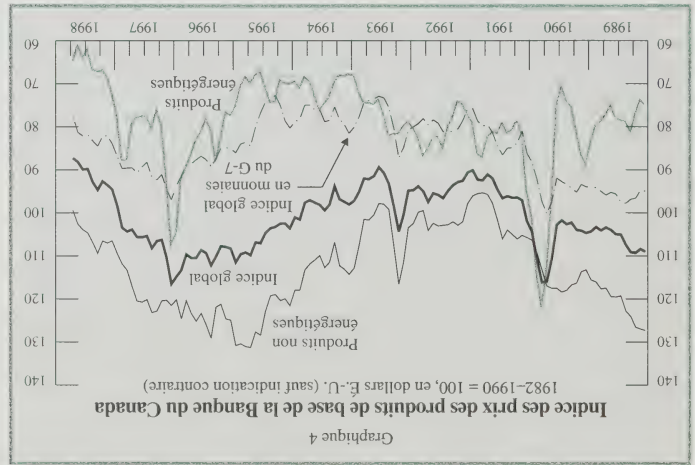
La demande et l'offre globales

Après avoir été soutenue tout au long de 1997, l'expansion de l'économie canadienne a décéléré au premier semestre de 1998, les retombées de la crise asiatique commençant à se faire sentir, en particulier dans le secteur des ressources. Au cours des six premiers mois de l'année, le PIB réel s'est accru de 2 1/2 % environ en chiffres annués³. Les données dont on dispose à l'heure actuelle portent à croire que la croissance s'est encore légèrement ralentie au troisième trimestre. La reprise consécutive à la fin des grèves survenues au dernier trimestre de 1997 a dopé la croissance au début de 1998, tandis que les arrêts de travail dans les secteurs de l'automobile, des pâtes et papiers, du logement, du transport aérien et de l'éducation ont ralenti l'activité entre juin et septembre. Cependant, ces facteurs n'ont guère eu d'influence sur la croissance moyenne au cours des trois premiers trimestres de 1998.

Le volume des exportations a crû fortement au premier semestre de l'année, mais à un rythme moindre que celui, très vigoureux, enregistré en 1997. La demande américaine de machines et matériel et de biens intermédiaires a continué de s'intensifier. Cependant, les exportations de produits de base (en particulier de produits forestiers) vers le Japon et d'autres pays d'Asie de l'Est ont fléchi considérablement (Note technique 1). Les exportations de produits automobiles ont aussi beaucoup diminué en juin et juillet, principalement à cause des interruptions temporaires de la production chez General Motors dues aux grèves qui ont touché deux des usines de pièces de la compagnie aux États-Unis. Vers le début du mois d'août, la production avait repris son cours normal.

3. Les chiffres dont fait état la présente livraison du *Rapport* ne tiennent pas compte des corrections aux comptes nationaux publiées le 30 octobre par Statistique Canada. Ces corrections, qui remontent jusqu'à 1993, ont donné lieu à une révision à la baisse du taux de croissance du PIB réel au premier semestre de 1998. En revanche, en raison des révisions à la hausse des chiffres des années antérieures, le niveau du PIB au deuxième trimestre de 1998 est plus élevé que ce qui avait été établi précédemment.

exceptionnelles de céréales et l'augmentation des exportations de métaux, de pétrole brut et de pâte à papier par les pays riches en ressources naturelles expliquent en grande partie le gonflement de l'offre de produits de base. On redoutait également que certains pays riches en ressources naturelles éprouvant des difficultés financières, comme la Russie, accroissent le volume de leurs exportations.



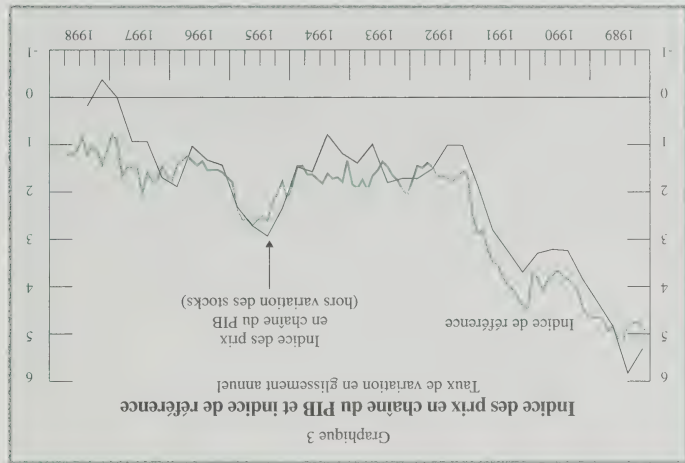
Du côté du secteur manufacturier, l'indice des prix des produits industriels n'a guère varié sur douze mois (Graphique 5). Les prix à l'exportation de nombreux produits finis

continuée de limiter les hausses de prix. La concurrence est demeurée particulièrement vive dans le commerce de détail, bien que la fermeture d'un nombre considérable de magasins au premier semestre de 1998 ait entraîné une réduction de la capacité excédentaire dans ce secteur. Dans le domaine des appels interurbains, la déréglementation a donné lieu à une intensification de la concurrence et à une baisse des tarifs. Les prix des ordinateurs ont aussi chuté, à un rythme de plus en plus rapide, à la faveur des progrès techniques, de la diminution du coût des composantes due aux dépréciations des monnaies asiatiques et des capacités inutilisées dans l'industrie mondiale de la fabrication de microprocesseurs.

La croissance sur douze mois de l'IPC global était de 0,7 % en septembre 1998, contre 0,9 % en mars dernier. Les cours du pétrole brut ayant de nouveau fléchi, les prix à la consommation de l'énergie ont reculé, ce qui a eu pour effet de contenir la hausse de l'inflation mesurée par l'indice global.

Le niveau des prix dans l'ensemble de l'économie est demeuré à peu près le même. Le taux d'accroissement en glissement annuel de l'indice des prix en chaîne du PIB – une mesure des variations des prix dont les poids varient en fonction de la composition de 1998 – était à peine positif au second trimestre de 1998 (Graphique 3). La progression, modérée, des prix des biens à consommation et des biens d'équipement a été contrebalancée par un nouveau repli des cours des produits de base exportés.

Graphique 3
Indice des prix en chaîne du PIB et indice de référence
Taux de variation en glissement annuel



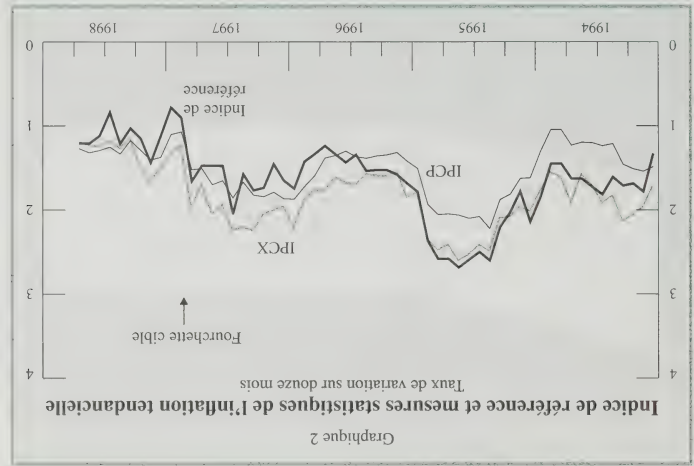
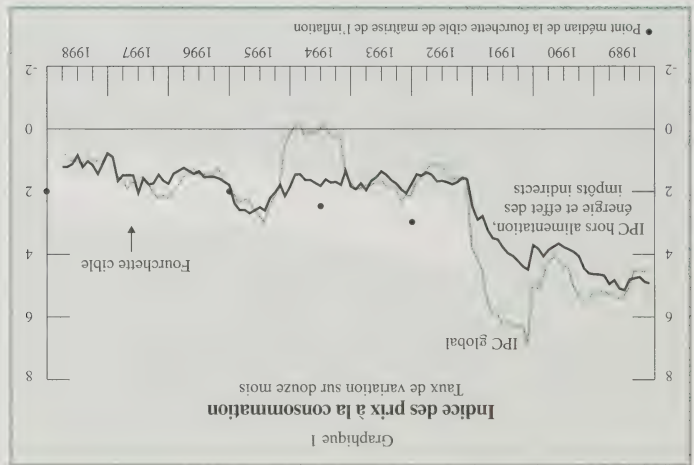
La baisse des prix mondiaux des produits de base (Graphique 4) est attribuable à des facteurs liés tant à la demande qu'à l'offre. La demande mondiale de matières premières a chuté, principalement en raison de la crise asiatique. Les récoltes

L'inflation mesurée par l'IPC global a été contenue par le recul des cours du pétrole.

Pour l'ensemble de l'économie, le niveau des prix est demeuré à peu près le même.

La hausse des prix des biens de consommation et des biens d'équipement a été contrebalancée par le repli des cours des produits de base.

sur le niveau des prix expliquent 0,4 point de pourcentage de l'inflation mesurée par l'indice de référence en septembre. Un autre facteur qui pourrait exercer des pressions à la hausse sur cette mesure réside dans les attentes voulant que, à long terme, l'inflation s'accélère par rapport aux bas taux actuels.



D'autres facteurs sont venus annuler une partie de ces influences sur l'inflation mesurée par l'indice de référence. Les plus importants sont l'offre excédentaire au sein de l'économie et les pressions exercées par les fournisseurs asiatiques, qui ont

2. Pour une étude détaillée de l'incidence des variations du taux de change sur les prix à la consommation, voir Lafliche (1996-1997).

1. La mesure IPCX exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des impôts indirects sur les autres composantes. La mesure IPCP multiplie chacune des pondérations des composantes du panier de l'IPC par une pondération additionnelle qui est inversement proportionnelle à la variabilité de la composante. Pour plus de renseignements à ce sujet, voir la Note technique 1 de la livraison de novembre 1997 du *Rapport*.

L'ensemble, on estime que les effets de la dépréciation du dollar au relèvement de certains prix comme les tarifs hôteliers². Dans demande de biens et services produits au pays et, par conséquent, monnaie canadienne a aussi contribué à l'accroissement de la qui caractérisent la transmission de telles variations. Le repli de la consommation de ces biens et services, en raison des décalages s'est répercutée jusqu'à maintenant sur les prix à la énergétique importés, seulement une partie de l'augmentation renchérissement marqué de nombreux biens et services non chute du cours du dollar canadien ait contribué au poussé les prix à la hausse dans certains secteurs. Bien que la La dépréciation du dollar canadien durant la dernière année a (Graphique 2).

niveau que l'inflation mesurée par l'indice de référence restées relativement stables, affichant sensiblement le même tendancielle (IPCX et IPCP)¹ dont la Banque suit l'évolution sont (Graphique 1). Les deux autres mesures statistiques de l'inflation mars, ce qui est légèrement inférieur à ce que nous avions prévu référence était de 1,2 % en septembre, soit le même niveau qu'en Le taux d'accroissement sur douze mois de l'indice de

L'inflation et la fourchette cible

Au cours des six derniers mois, l'inflation mesurée par l'indice de référence (IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects) est demeurée près de la limite inférieure de la fourchette de maîtrise de l'inflation visée par la Banque.

2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Étant donné l'incertitude qui règne à l'échelle internationale, la restructuration du secteur privé et le maintien d'un taux à savoir la diminution du ratio de la dette publique au PIB, la qui favorisent une expansion continue de l'économie canadienne, autant, à notre avis, de ne pas perdre de vue les facteurs positifs hypothétique des perspectives énoncées. Toutefois, il importe tout nous devons d'insister sur le caractère hautement

1. INTRODUCTION

Au cours des six derniers mois, l'incertitude planant sur l'économie mondiale s'est intensifiée, en grande partie à cause de l'évolution observée dans les économies à marché émergent. La tâche de la Banque du Canada, tout comme celle des autorités monétaires des autres pays industriels, a été double : évaluer les répercussions de cette évolution sur l'activité économique et sur l'inflation au pays et, par conséquent, sur l'orientation de la politique monétaire, et tempérer l'instabilité et la nervosité des marchés financiers.

Dans la livraison de mai du *Rapport sur la politique monétaire*, nous avons fait observer que la conjoncture internationale suscitait une grande incertitude. D'une part, la crise qui sévissait en Asie, notamment au Japon, pesait de plus en plus sur l'économie canadienne. D'autre part, le dynamisme de l'économie américaine alimentait fortement le secteur des exportations au Canada. Dans ces circonstances, la Banque estimait possible une accentuation de la volatilité des taux d'intérêt et des taux de change, ce qui entraînerait probablement des fluctuations relativement importantes des conditions monétaires.

À la fin de l'été, la turbulence régnant sur les marchés internationaux s'est aggravée sous la pression des événements survenus en Russie, en particulier la décision prise par les autorités de ce pays d'imposer de façon unilatérale un moratoire sur le remboursement de la dette. Ce geste imprévu a été vivement ressenti sur les marchés financiers du monde entier. Un grand nombre d'économies émergentes ont assisté, impuissantes, à des fuites massives de capitaux et à l'accroissement marqué des écarts de taux d'intérêt, pendant que les investisseurs, nerveux et en quête d'un abri sûr pour leurs placements, se tournaient principalement vers les marchés de titres d'État américains et européens. Parallèlement, l'écart entre les rendements des obligations du secteur privé et ceux des obligations d'État s'est élargi, et la liquidité des instruments plus risqués a diminué sur les marchés.

Durant les six derniers mois, la Banque s'est employée à composer avec l'incertitude et la volatilité très fortes qui ont agité les marchés financiers du monde et à évaluer les conséquences de la conjoncture internationale sur l'économie canadienne. Les mesures qu'elle a prises au cours de cette période sont examinées dans le présent rapport. La Banque y propose également son évaluation des facteurs internes et externes à l'œuvre et décrit en particulier les implications de ces facteurs pour l'économie et pour l'évolution future des prix par rapport à la fourchette cible de maîtrise de l'inflation.

Les données que renferme le présent rapport s'arrêtent au 21 octobre 1998.

Durant les six derniers

mois, l'incertitude

planant sur l'économie

monétaire s'est

intensifiée...

ce qui a accru l'instabilité
des marchés financiers.

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION

AU CANADA

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie et, partant, une amélioration de sa croissance au fil du temps.
- Les cibles de maîtrise de l'inflation font en sorte que la politique monétaire contribue à atténuer les variations cycliques du revenu et de l'emploi, et elles permettent à la Banque de mieux évaluer le potentiel de croissance de l'économie.

L'outil de la politique monétaire

- La Banque du Canada tire parti de l'influence qu'elle exerce sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la fourchette cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'une modification des conditions monétaires sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener l'inflation au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. En décembre 1993, il a été décidé de maintenir cette fourchette jusqu'à la fin de 1998. En février dernier, son application a été prolongée jusqu'à la fin de 2001.
- Le gouvernement et la Banque comptent établir, d'ici la fin de 2001, quelle cible à long terme de la politique monétaire est compatible avec la stabilité des prix.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix des aliments et de l'énergie et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque se concentre sur l'IPC hors alimentation, énergie et effet des impôts indirects, mesure qu'elle appelle *indice de référence*.

- En longue période, les mesures de l'inflation fondées sur l'IPC global et sur l'indice de référence tendent à présenter des profils d'évolution similaires. Toutefois, si les deux indices devaient afficher de façon persistante des profils d'évolution divergents, la Banque ajusterait la trajectoire souhaitée pour le taux d'augmentation de l'indice de référence de façon à maintenir celui de l'IPC global à l'intérieur de la fourchette cible.

TABLE DES MATIÈRES

1. Introduction	5
2. L'évolution récente de l'inflation	6
L'inflation et la fourchette cible	6
Les facteurs qui influent sur l'inflation	10
3. La réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation	16
4. Les perspectives en matière d'inflation	20
La demande et l'offre globales	21
Les facteurs temporaires qui influent sur l'inflation	25
La maîtrise des coûts	25
La mesure des attentes relatives à l'inflation	26
Les indicateurs monétaires	27
Les prévisions relatives à l'inflation	28
5. Conclusions	30
Bibliographie	31

« L'évolution de la situation internationale au cours de la dernière année a eu sur notre économie une incidence plus forte qu'on ne l'avait d'abord prévu. Il est évident que les secteurs tributaires des produits de base font face à des difficultés considérables. [Toutefois], les Canadiens [...] ne doivent pas oublier que, dans l'ensemble, l'économie de leur pays est encore en bonne santé. Cela est attribuable, d'abord et avant tout, au fait que certains aspects fondamentaux de l'économie canadienne se sont améliorés considérablement ces dernières années. Nous bénéficions maintenant d'un faible taux d'inflation, d'un surplus budgétaire et d'une diminution du ratio de la dette publique au PIB (bien que ce ratio reste élevé). En outre, les entreprises canadiennes ont lancé d'importants projets de restructuration et d'investissement afin d'accroître leur productivité. Grâce à ces améliorations fondamentales, nous sommes en meilleure posture qu'auparavant pour absorber les chocs soudains. »

— Gordon Thiessen

*Allocution prononcée
devant le St. John's Board of Trade
St. John's (Terre-Neuve)
le 23 septembre 1998*

RAPPORT SUR LA POLITIQUE
MONÉTAIRE

— novembre 1998 —

Le dollar d'argent qui illustre la page couverture a été émis en 1989 pour commémorer le deuxième centenaire du premier voyage entrepris par Sir Alexander Mackenzie dans le Nord-Ouest canadien. Parti de Fort Chipewyan, Sir Alexander a navigué sur le Grand lac des Esclaves, puis a longé le fleuve qui porte maintenant son nom, jusqu'à l'océan Arctique. Ce n'est que lors de son deuxième grand voyage, en 1793, qu'il a trouvé la route de l'océan Pacifique qu'il cherchait.

Cette pièce est l'œuvre de John Mardon.

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

893-49-90-687
CN ISSN 1201-8783

Imprimé au Canada sur papier recyclé



- novembre 1998 -

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

MANQUE DE CÉLÉBRITÉ

CA1
FN73
-M56

MONETARY POLICY REPORT

– November 1998 –

Summary

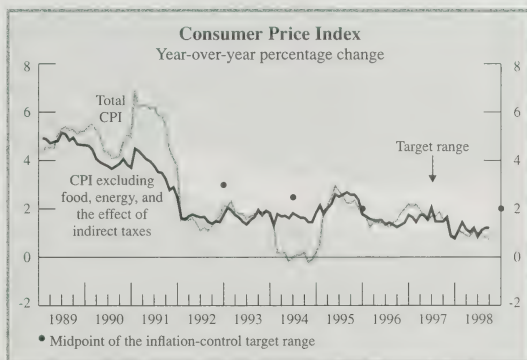
During the past six months, global economic uncertainties intensified, resulting in increased volatility and nervousness in financial markets and a significant slowdown in the pace of activity worldwide.

While some stability returned to parts of Southeast Asia and to South Korea, the situation in Japan (the world's second-largest economy) deteriorated. This summer, instability spread to other regions, with political and economic turmoil in Russia and financial pressure on some Latin American economies.

Russia's decision to declare a debt moratorium aggravated already nervous markets. Many emerging markets were faced with large capital outflows and widening interest rate spreads as investors sought safe havens, primarily in U.S. and European government bonds. Spreads between private sector and government bonds increased, and market liquidity fell.

The November *Report* reviews the actions taken by the Bank of Canada to address the volatility and nervousness in financial markets. It also gives our assessment of the domestic and international factors currently at play and their implications for Canada's economy and for future inflation. Given global uncertainties, the *Report* stresses the highly conditional nature of any assessment of the outlook at this time.

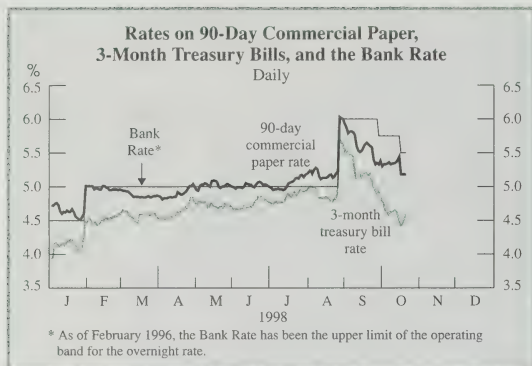
The *Report* also notes that it is important at this juncture not to lose sight of the positive elements supporting Canada's economic expansion—a declining debt-to-GDP ratio, restructuring in the private sector, and continued low and stable inflation. Indeed, these basic aspects of our economy



"Although Canadians have to deal with . . . difficulties coming from abroad, it is important to remember that, overall, our economy is still in good shape. This is, first and foremost, because some basic aspects of our economic situation have improved markedly in the last few years."

— Gordon Thiessen

*Speech to the St. John's Board of Trade,
St. John's, Newfoundland
23 September 1998*



have allowed Canada to better withstand the effects of the current global turbulence.

Factors at work on inflation

After robust growth in 1997, the pace of economic expansion in Canada slowed in the first half of 1998 as developments in Asia began to be felt here, particularly in the resource sector. In the first half of the year, real GDP rose at an annual rate of about 2½ per cent. Information to date suggests that economic growth slowed somewhat further in the third quarter.

With aggregate demand growing at about the same pace as potential output in the first half of 1998, the Bank estimates that the margin of slack in our economy has remained essentially unchanged since the end of 1997.

Core inflation—the CPI excluding food, energy, and the effects of indirect taxes—has remained near the bottom of the Bank's inflation-control target range of 1 to 3 per cent. At 1.2 per cent in September, core inflation was unchanged from last March, on a year-over-year basis. (The total CPI in September rose 0.7 per cent year-over-year compared with 0.9 per cent in March.)

Wages, the largest cost in producing goods and services, again rose moderately in 1998. And, despite lower productivity growth, unit labour costs registered only a slight increase.

Achieving the inflation-control targets

Over the past six months, the conduct of monetary policy has been influenced by: the slowdown in world economic activity and the associated decline in commodity prices; turbulent global financial markets; the consequent decline of the Canadian dollar; and the effect of these factors on the outlook for the economy and for inflation in Canada.

In August, as the dollar posted record lows day after day, expectations of further declines began to take hold. The reactions of nervous investors resulted in risk premiums being built into interest rates. Thus, Canadian medium- and long-term interest rates were rising at a time when comparable U.S. rates were falling.

The accelerating decline in the Canadian dollar and rising interest rates signalled an undermining of the confidence of holders of Canadian dollar financial instruments. In an attempt to shore up confidence, the Bank acted, first by buying Canadian currency in foreign exchange markets and then by raising the Bank Rate by 1 percentage point on 27 August.

While international markets remained jittery, the Canadian dollar did rally after the Bank Rate increase, and the spread between Canadian and U.S. interest rates narrowed. In fact, as U.S. long-term rates declined, similar Canadian rates fell to new lows. This resulted in mortgage lenders reducing their rates.

Confidence in Canadian financial markets improved after the Bank Rate increase and as expectations of lower U.S. rates spread. When the Federal Reserve lowered its target federal funds rate by $\frac{1}{4}$ of a percentage point on 29 September and by another $\frac{1}{4}$ of a percentage point on 15 October, the Bank followed suit. Thus, the Bank Rate has been reduced from 6 per cent to $5\frac{1}{2}$ per cent.

Overall, monetary conditions have varied substantially over the past six months but, with the sizable decline in the dollar over the period, have eased considerably.

The outlook for inflation

The economic and financial upheavals in the international arena have resulted in downward revisions to estimates for global economic growth in 1998 and 1999. Nevertheless, growth in the major industrial countries is expected to be reasonably well sustained through to the end of 1999.

The main exception is Japan, where further contraction of the economy is anticipated in the second half of the year. However, if Japan continues to make progress in restructuring its financial systems and applies some additional fiscal stimulus, 1999 should see a modest recovery.

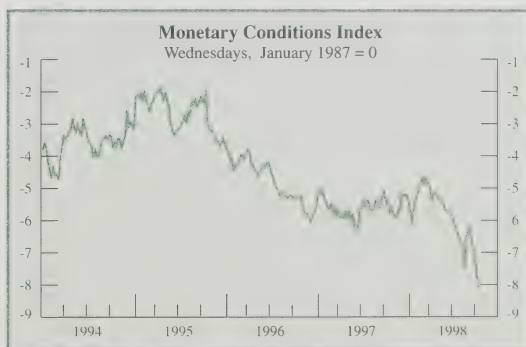
In the United States, the pace of economic expansion continued to exceed the growth of potential output in the first half of 1998. This pace is expected to ease, however, as a result of the international economic slowdown and the fallout from financial market nervousness. U.S. core inflation has remained steady and is expected to change little over the next year. The Federal Reserve actions to lower short-term interest rates in late September and again in mid-October were in

response to international economic developments, unsettled financial markets, and concern about domestic credit availability. In the context of contained inflation, these actions are designed to sustain economic growth in the United States.

Although the pace of recovery in the major European countries seems to have moderated around mid-year, economic growth is expected to remain solid until the end of 1999.

In the United Kingdom, where capacity constraints have been a concern, the economic expansion has begun to slow. In response, the Bank of England lowered its official rate to $7\frac{1}{4}$ per cent on 8 October.

In Canada, total export volumes should continue to grow, owing to the improved competitiveness that resulted from the recent currency depreciation and our good price and cost performance relative to our major trading partners. Canada's improved competitiveness is also expected to increase the demand by Canadians for domestic products while decreasing the growth of imports. At the same time, growth of business investment and consumer demand are expected to ease through to the end of next year, compared with the previous 18 months.



The conditional nature of any economic projections in this period of international uncertainty must be reiterated.

On the assumption that European and U.S. domestic demand continue to expand, the Bank would expect economic growth in Canada this year to be in line with the latest consensus among private sector forecasters at just under 3 per cent. For 1999, two key uncertainties relate to the volatility in global financial markets and the policy thrust in Japan. With progress expected to be made on both these fronts, the Bank sees growth in Canada in 1999 in the range of $2\frac{1}{4}$ to $3\frac{1}{4}$ per cent (compared with the consensus of $2\frac{1}{4}$ per cent). Projections at the upper end of this range depend primarily on stronger net exports in response to current levels of competitiveness than in most private sector forecasts.

Core inflation is expected to rise slightly to the end of 1999 but still remain below the 2 per cent midpoint of the target range. Factors contributing upward pressure are some easing of the intense competition in the retail sector and the recent depreciation of the Canadian dollar against the U.S. dollar. However, slack in product and labour markets, low increases in unit labour costs, and lower prices of imports from Japan and other Asian economies should moderate these upward pressures. Thus, core inflation

is expected to rise slightly through to the end of 1998 and then remain relatively steady over the course of 1999.

Conclusions

Economic projections for Canada have been revised downwards over the past six months in light of the adverse effects of international developments.

Based on a view of sustained domestic demand in the United States and accommodative monetary conditions in Canada, the Bank expects Canada's economy to continue its expansion over the next year. But financial stability is a crucial factor in household and business confidence. Thus, how quickly international and domestic financial markets stabilize will determine how fast slack in the economy is taken up over this period.

An important consideration for the Bank over the near term will therefore be to help preserve confidence among investors in Canadian financial markets.

Over the medium term, the fundamental focus of monetary policy remains on keeping the trend of inflation inside the Bank's target range of 1 to 3 per cent. As described in the *Report*, we expect inflation over the period to the end of 1999 to remain in the lower half of the target range.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually. Copies of the full *Report* and of the *Summary* may be obtained by contacting: Publications Distribution, Communications Services, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bank-banque-canada.ca
or visit our Web site: <http://www.bank-banque-canada.ca>

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— novembre 1998 —

Sommaire

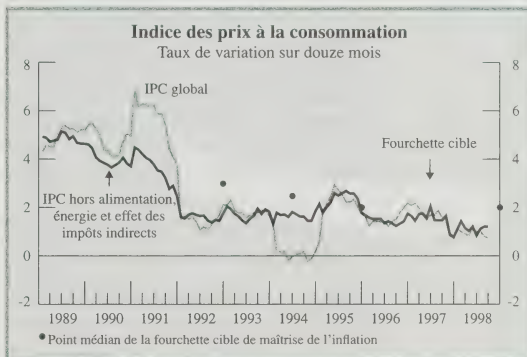
Au cours des six derniers mois, l'incertitude planant sur l'économie mondiale s'est intensifiée, ce qui a accru l'instabilité et la nervosité des marchés financiers et entraîné un ralentissement sensible de l'activité économique à l'échelle internationale.

Si certaines parties de l'Asie du Sud-Est et la Corée du Sud ont retrouvé un calme relatif, la situation s'est détériorée au Japon, deuxième puissance économique mondiale. Durant l'été, l'instabilité s'est propagée à d'autres régions : la Russie a été secouée par une crise politique et économique, et quelques pays d'Amérique latine ont été en butte à des pressions sur les marchés financiers.

La décision des autorités russes d'imposer un moratoire sur le remboursement de la dette a aggravé la nervosité des marchés. Un grand nombre d'économies émergentes ont été confrontées à des fuites massives de capitaux et à l'accroissement marqué des écarts de taux d'intérêt, les investisseurs, en quête de placements sûrs, se tournant principalement vers les titres d'État américains et européens. L'écart entre les rendements des obligations du secteur privé et ceux des obligations d'État s'est creusé, et la liquidité des marchés a diminué.

La livraison de novembre du *Rapport* passe en revue les mesures prises par la Banque du Canada pour tempérer l'instabilité et la nervosité des marchés financiers. La Banque y expose également son évaluation des facteurs internes et externes à l'œuvre et des implications de ces facteurs pour l'économie canadienne et pour l'évolution future de l'inflation. Étant donné l'incerti-

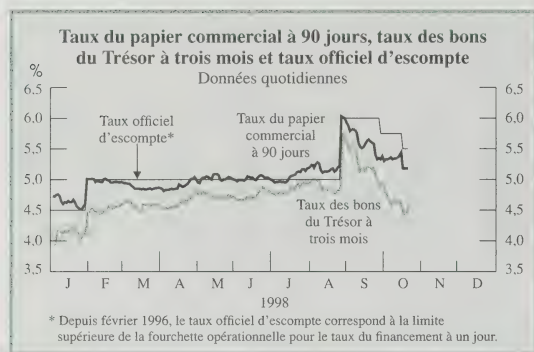
tude qui règne dans le monde, le *Rapport* souligne le caractère hautement hypothétique, à l'heure actuelle, de toute analyse des perspectives.



« Certes, les Canadiens sont aux prises avec des difficultés venues de l'étranger, mais ils ne doivent pas oublier que, dans l'ensemble, l'économie de leur pays est encore en bonne santé. Cela est attribuable, d'abord et avant tout, au fait que certains aspects fondamentaux de l'économie canadienne se sont améliorés considérablement ces dernières années. »

— Gordon Thiessen

*Allocution prononcée devant
le St. John's Board of Trade
St. John's (Terre-Neuve)
le 23 septembre 1998*



La Banque fait également remarquer qu'il importe, à ce stade-ci, de ne pas perdre de vue les facteurs positifs qui favorisent l'expansion de l'économie canadienne, à savoir la diminution du ratio de la dette publique au PIB, la restructuration du secteur privé et le maintien d'un taux d'inflation bas et stable. De fait, ces aspects fondamentaux de notre économie ont permis au Canada de mieux résister aux turbulences qui ont agité l'économie mondiale.

Les facteurs qui influent sur l'inflation

Après avoir été soutenue tout au long de 1997, l'expansion de l'économie canadienne a décéléré au premier semestre de 1998, les retombées de la crise asiatique ayant commencé à se faire sentir, en particulier dans le secteur des ressources. Au cours des six premiers mois de l'année, le PIB réel s'est accru de 2 1/2 % environ en chiffres annualisés. Les données dont on dispose à l'heure actuelle portent à croire que la croissance s'est encore légèrement ralentie au troisième trimestre.

La demande globale ayant crû sensiblement au même rythme que la production potentielle au premier semestre de 1998, la Banque estime que la marge de capacités inutilisées ne s'est à peu près pas modifiée depuis la fin de 1997.

L'inflation mesurée par l'indice de référence – l'IPC hors alimentation, énergie et effet des impôts indirects – est restée près de la limite inférieure de la fourchette

de 1 à 3 % que vise la Banque. Le taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence se situait à 1,2 % en septembre, soit le même niveau qu'en mars. (Dans le cas de l'IPC global, ce taux était de 0,7 % en septembre, contre 0,9 % en mars.)

Les salaires, qui constituent le plus important coût de production des biens et services, se sont de nouveau accrus à un rythme modéré en 1998. Et, malgré la progression plus lente de la productivité, les coûts unitaires de main-d'œuvre n'ont que légèrement augmenté.

La réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation

Durant les six derniers mois, la conduite de la politique monétaire a été influencée par divers facteurs : le ralentissement économique observé à l'échelle internationale et le recul consécutif des cours des produits de base, l'agitation des marchés financiers de par le monde, la dépréciation du dollar canadien qui a résulté de la situation de même que l'incidence de ces phénomènes sur les perspectives économiques du Canada et le profil futur de l'inflation au pays.

En août, le cours du dollar canadien s'est mis à toucher de nouveaux creux jour après jour, et des attentes d'une poursuite de la baisse ont commencé à se répandre sur les marchés. La nervosité qui gagnait les investisseurs a donné lieu à l'incorporation de primes de risque aux taux d'intérêt canadiens. C'est ainsi que l'on a pu voir les taux à moyen et à long terme grimper au Canada au moment même où ils se repliaient aux États-Unis.

La chute de plus en plus rapide de notre monnaie et la montée des taux d'intérêt témoignaient d'une baisse de la confiance des détenteurs d'instruments financiers libellés en dollars canadiens. En vue de raffermir la confiance, la Banque est intervenue, d'abord en achetant des dollars canadiens sur les marchés des changes, puis en relevant le taux officiel d'escompte d'un point de pourcentage le 27 août.

Les places financières internationales sont demeurées nerveuses, mais le dollar canadien s'est ressaisi après l'augmenta-

tion du taux d'escompte, et l'écart entre les taux d'intérêt à moyen et à long terme canadiens et américains s'est rétréci. De fait, comme les taux à long terme continuaient de fléchir aux États-Unis, les taux d'intérêt comparables au Canada ont atteint de nouveaux plateaux. Cela a entraîné une diminution des taux hypothécaires.

Les marchés financiers canadiens ont repris confiance après la majoration du taux d'escompte et à mesure que se répandaient les attentes d'un repli des taux d'intérêt américains. Lorsque la Réserve fédérale a abaissé le taux cible des fonds fédéraux de $\frac{1}{4}$ de point de pourcentage le 29 septembre et à nouveau le 15 octobre, la Banque du Canada lui a emboîté le pas. Le taux officiel d'escompte a ainsi été ramené de 6 à 5 $\frac{1}{2}$ %.

Dans l'ensemble, les conditions monétaires ont varié considérablement ces six derniers mois. Toutefois, sous l'effet de la dépréciation marquée que le dollar a enregistrée au cours de la période, elles se sont nettement assouplies.

Les perspectives en matière d'inflation

Les perturbations économiques et financières qui se sont produites sur la scène internationale ont donné lieu à des révisions à la baisse des estimations relatives à la croissance économique mondiale pour 1998 et 1999. L'expansion devrait tout de même être assez soutenue dans les grands pays industriels jusqu'à la fin de l'année prochaine.

Le Japon, où un nouveau fléchissement de l'activité économique est prévu au deuxième semestre de 1998, constitue la principale exception. Toutefois, si ce pays réalise de nouveaux progrès dans la réforme de ses systèmes financiers et met en œuvre d'autres politiques de relance d'ordre budgétaire, l'économie nipponne devrait connaître une reprise modeste en 1999.

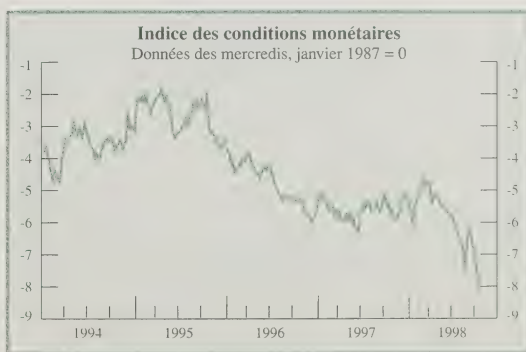
Aux États-Unis, le rythme de l'expansion économique a continué de dépasser celui de la progression de la production potentielle au premier semestre de 1998. Ce rythme devrait cependant ralentir compte tenu de la baisse de régime de l'économie

mondiale et des retombées de la nervosité des marchés financiers. L'inflation hors alimentation et énergie dans ce pays est demeurée stable et ne devrait guère varier au cours de la prochaine année. Si la Réserve fédérale a abaissé les taux d'intérêt à court terme à la fin septembre et de nouveau à la mi-octobre, c'est en raison de l'évolution de la situation internationale, de l'instabilité des marchés financiers et de la crainte d'un resserrement de l'offre interne de crédit. L'inflation étant contenue, ces réductions de taux visaient à soutenir la croissance de l'économie américaine.

Même si la reprise a semblé se modérer vers le milieu de l'année dans les principaux pays européens, la croissance économique devrait rester vigoureuse dans ces pays d'ici la fin de 1999.

Au Royaume-Uni, où les contraintes de capacité ont été une source de préoccupation, l'expansion a commencé à décélérer. Dans ce contexte, la Banque d'Angleterre a réduit son taux officiel d'escompte pour le ramener à 7 $\frac{1}{4}$ % le 8 octobre.

Au Canada, l'essor de l'ensemble des exportations en volume devrait se poursuivre grâce à l'accroissement de la compétitivité engendré par la récente dépréciation de notre monnaie et la bonne tenue que notre pays affiche sur le plan des prix et des coûts par rapport à ses partenaires commerciaux. La compétitivité accrue du Canada devrait aussi amener un renforcement de la demande par les Canadiens de produits fabriqués au pays ainsi qu'un repli de la croissance des importations. Parallèlement, on prévoit que, d'ici la fin de 1999, la



progression des investissements et la demande de biens de consommation se ralentiront par rapport aux 18 mois précédents.

Il importe que nous insistions de nouveau sur le caractère hypothétique de toute prévision économique établie dans le climat actuel d'incertitude sur la scène internationale.

Cela dit, la Banque estime que, si la demande intérieure continue de progresser en Europe et aux États-Unis, la croissance au Canada avoisinera cette année le taux attendu par la plupart des prévisionnistes, soit un peu moins de 3 %. Pour 1999, la volatilité des marchés financiers mondiaux et l'orientation des politiques mises en œuvre au Japon constituent deux sujets d'incertitude notables. Compte tenu des progrès attendus sur ces deux fronts, la Banque prévoit une croissance de 2 1/4 à 3 1/4 % au Canada l'année prochaine (alors que le taux sur lequel s'entendent les prévisionnistes du secteur privé est de 2 1/4 %). Les projections qui s'approchent de la limite supérieure de cette fourchette supposent une réaction plus vive des exportations nettes aux niveaux présents de la compétitivité que celle sur laquelle s'appuient les prévisions du secteur privé.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait augmenter légèrement d'ici la fin de 1999 tout en demeurant sous 2 %, le point médian de la fourchette cible. L'atténuation de certaines des pressions résultant de l'intensification de la concurrence dans le commerce de détail et la dépréciation récente du dollar canadien par rapport à la devise américaine sont des facteurs qui devraient contribuer à pousser les prix à la hausse. Toutefois, l'existence de capacités de production excédentaires et de ressources inutilisées sur le marché du travail, les faibles hausses des coûts unitaires de main-

d'œuvre et le fléchissement des prix des produits importés du Japon et d'autres pays asiatiques devraient avoir une influence modératrice. Par conséquent, on s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence s'accélère un peu jusqu'à la fin de 1998 et qu'elle demeure relativement stable en 1999.

Conclusions

Au cours des six derniers mois, les projections économiques pour le Canada ont été révisées à la baisse en raison des retombées négatives des événements survenus sur la scène internationale.

Tablant sur la progression soutenue de la demande intérieure attendue aux États-Unis et sur la présence de conditions monétaires expansionnistes au pays, la Banque prévoit que l'expansion économique se poursuivra au Canada au cours de la prochaine année. Mais la stabilité financière joue un rôle crucial dans le maintien de la confiance des ménages et des entreprises. Par conséquent, la rapidité avec laquelle les marchés financiers au pays et à l'étranger se stabiliseront déterminera le rythme auquel les capacités inutilisées dans l'économie seront absorbées.

À court terme, la Banque devra donc tout particulièrement s'attacher à préserver la confiance des investisseurs à l'endroit des marchés financiers canadiens.

À moyen terme, l'objectif fondamental de la politique monétaire demeure le maintien de la tendance de l'inflation à l'intérieur de la fourchette de 1 à 3 % visée par la Banque. Comme l'explique le *Rapport*, nous prévoyons que l'inflation restera dans la moitié inférieure de la fourchette cible d'ici la fin de 1999.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet ou du *Sommaire*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, Services de communication, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@bank-banque-canada.ca;
site Web : <http://www.bank-banque-canada.ca>

